

REPORT ON GLOBAL ASSET  
ALLOCATION STRATEGY BY PRIVATE  
BANKING BANK OF CHINA

# 2024

## 中国银行个人金融全球资产配置 白皮书



REPORT ON GLOBAL ASSET  
ALLOCATION STRATEGY BY PRIVATE  
BANKING BANK OF CHINA

# 2024

## 中国银行个人金融全球资产配置 白皮书

总 编：王泽宇  
副 总 编：王 亚 程慧心  
主 编：文晓波

编 撰 委 员 会：中国银行投资策略研究中心

总 行：屈 刚 文晓波 李品章 肖 敏  
苏康苗

分 行：宁忠忠 万 洁 王者星 吴德磊  
洪郑冲 刘 畅 林永康 柳映堤  
张诗琪 潘剑锋 常 珂 李振龙  
叶家奇

综合经营公司：管 涛 朱启兵 吴 珣 王 君  
喻 心 张 健 徐沛东 刘立品  
陈乐天

校 对：李品章 肖 敏 袁 航

联系电话：010-66592240

邮箱地址：wenxbbj-bj@bank-of-china.com



中國銀行  
BANK OF CHINA



私人銀行  
PRIVATE BANKING



扫描二维码，获取中银私行最新资讯



# 内容摘要

**回顾篇：**2023年世界百年变局加速演进，美欧通胀见顶回落，美元加息拐点出现，资产曙光乍现。海外股市普涨A股下跌，美债熊市尾部，中债涨幅收敛，原油宽幅震荡收跌，黄金单边上涨，美元由强转弱，非美分化，人民币微贬。我行策略积极应对，过去五年战略配置绩效中规中矩，战术时机选择到位，战略配置与战术择时阿尔法凸显。

**宏观篇：**2024年美联储加息结束，降息周期开启，全球流动性拐点到来，全球经济复苏迟缓，下半年或存共振可能。中国经济以进促稳、温和复苏，CPI小幅上行，PPI触底回升或转正，货币政策灵活适度、精准有效，财政政策适度加力、提质增效。美国经济逐渐降温回归至“潜在增速”，有浅衰退可能，欧洲经济或步入衰退。

**权益篇：**2024年中国经济温和复苏，企业盈利提升，股市基本面改善，金融强国建设引领股市定位适应性校准，提振投资者信心，资本市场有望活跃，低估的A股前景光明；内外利好共振蓄势，港股迎来历史转折，理应超配（推荐）中国股市（A股、港股）。市场提前交易美元降息周期开启时点，美股已充分定价其经济“软着陆”，开始降息后或回落修正，建议先低配，跌到位再标配；欧元区、英国经济延续低迷，股市反弹难以持续，建议低配欧元区股市和英国股市；日本经济或走出通缩，延续复苏，股市有望温和攀升，建议可适度超配（推荐）；新兴市场股市在全球流动性压力缓解后，或有所表现，建议适度投资内需驱动型、增长较快以及受益于全球产业链供应链重构的国家。

**债券篇：**美国通胀继续回落，美联储降息周期开启，不排除美国经济浅衰退可能，美债处于最佳投资阶段，上涨机会确定。伴随美债利率趋势性下行，中资美元债迎来配置黄金期。中国经济温和复苏但基础不牢固，流动性偏松，降准降息仍有空间，利率中枢有望继续下移，预计10年期国债收益率震荡区间为2.45%—2.75%。

**外汇篇：**美元降息周期开启，美国经济大概率软着陆，非美经济表现各异，非美货币或继续分化。美国经济强于衰退的欧洲经济，市场或已提前交易美元降息时点，建议先维持2023年三季度对美元的低配（保守），后续调整至标配；欧洲经济或步入衰退，建议欧元低配（保守），英镑先标配再低配（保守）。

日本经济复苏，通胀温和上行，美日国债利差缩窄，建议超配日元（推荐）；澳大利亚经济基面向好、货币政策偏强，建议超配澳元（推荐）；加元标配；外部紧缩逐步结束，国内经济修复，人民币中性偏强，建议标配。

**商品篇：**避险功能和货币信用标尺作用凸显黄金长期配置价值，叠加美联储政策转向期间规律性上涨特征将重现，建议延续2023年超配黄金策略。全球经济复苏迟缓，商品需求增长有限，原油供需或维持紧平衡状态，铜供应过剩有望缓解，皆先保守再标配，铝存阶段性供给短缺，建议标配。

**配置篇：**在“美元降息周期开启，全球资产迎来曙光”宏观主题背景下，我们认为2024年全球大类资产配置顺序为：权益、黄金、商品、债券。全球权益方面，美元降息周期开启流动性拐点出现，新兴市场股市弹性更大，性价比最优的中国股市（A股、港股）理应超配（推荐）；鉴于市场提前交易降息周期开启时点，美股已充分定价其经济“软着陆”，建议先标配美股，首次降息开启后逢高减持转为低配，待充分下跌后再增持回到标配。欧洲经济延续低迷，反弹难以持续，建议低配。日本经济或走出通缩，延续复苏，股市有望温和攀升，建议超配（推荐）。债市方面，美债处于最佳投资阶段，建议延续2023年四季度的超配（推荐）；建议中资美元债延续2023年四季度的超配（推荐）。中国经济温和复苏但基础仍待夯实，流动性偏松，降准降息仍有空间，利率中枢有望继续下移，预计10年期国债收益率震荡区间为2.45%—2.75%，建议标配。外汇方面，美元宽幅震荡跌入中性区间，非美货币继续分化。美国经济强于衰退的欧洲经济，建议美元先维持2023年的低配（保守），后续调整至标配；欧元低配（保守），英镑先标配再低配（保守）。日本经济复苏，通胀温和上行，美日国债利差缩窄，建议超配日元（推荐）；澳大利亚经济基面向好、货币政策偏强，建议超配澳元（推荐）；加元标配；外部紧缩逐步结束，国内经济修复，人民币中性偏强，建议标配。黄金与商品方面，避险功能和货币信用标尺作用凸显黄金长期配置价值，叠加美联储政策转向期间规律性上涨特征将重现，建议延续对黄金的超配策略。原油供需紧平衡格局延续，建议先保守后标配；铜建议先保守后标配；铝供给过剩改善，需求有望提升，建议标配。

# Contents

## 目录

### 1 回顾篇： 美元强弩之末，资产曙光乍现

1.1	全球经济：美欧通胀韧性，中国复苏曲折	10
1.1.1	美欧通胀趋势下行，美国有韧性欧洲渐衰退	10
1.1.2	投资与出口不振，中国经济复苏曲折	10
1.2	全球资产：美元加息接近结束，全球资产交易降息	11
1.2.1	全球股市	12
1.2.2	全球债市：增长与通胀周期异步，中债牛市伴美债走熊	14
1.2.3	黄金与原油：避险投资助力黄金上涨，原油供需博弈宽幅震荡	16
1.2.4	全球汇市：美元强势不复存在，非美分化涨跌互现	18
1.3	策略回顾：战略配置方向看对，战术时机选择到位	19
1.3.1	过往年度策略回顾：战略配置看对方向，战术配置选准时机	19
1.3.2	2023年战略配置策略回顾：全球权益（除中国）研判准确，黄金配置堪称经典	22
1.3.3	2023年战术配置时机选择回顾：股市择时亮点不多，黄金债市择时尚可	25
1.3.4	模拟组合表现：权益资产下跌拖累，组合跑赢基准仍亏钱	26

### 2 宏观篇： 全球复苏迟缓，中国以进促稳

2.1	全球格局：复苏温和，等待流动性拐点	32
2.1.1	全球经济：复苏依然迟缓，下半年或存共振可能	32
2.1.2	全球政策：加息进程临近终点，流动性拐点将至	33
2.2	中国经济：以进促稳，温和复苏	34
2.2.1	宏观经济基本面	34
2.2.2	2023年物价低位运行，2024有望温和上行	41
2.2.3	稳健的货币政策灵活适度，精准有力	43
2.2.4	积极的财政政策适度加力，提质增效	45
2.2.5	把握高质量发展的金融内涵	47
2.3	美国经济：货币政策“滞后效应”下继续降温，逐渐回归“常态”	48
2.3.1	经济增长：实际增长逐渐降温回归至“潜在增速”	48

2.3.2	通胀：核心通胀平稳回落，名义通胀或有起伏	53
2.3.3	货币政策：加息周期大概率结束，静待降息周期开启	54
2.4	欧洲经济	55
2.4.1	欧元区：衰退将至，降息可期	55
2.4.2	英国：通胀显著回落，大幅降息应对经济下行	56

### 3 权益篇：美元降息周期开启， 全球权益迎来曙光

3.1	中国股市：A股定位适度校准，信心提振前景光明	58
3.1.1	回顾过往：投资者视角下的市场思考	58
3.1.2	展望未来：立足建设金融强国资本市场使命与担当	65
3.1.3	立足当下：A股定位再校准，提振信心再启航	66
3.1.4	港股：内强外缓共振蓄势，港股迎来历史转折	78
3.2	美国股市：充分定价“软着陆”，风险释放再增配	85
3.2.1	科技“七巨头”拉升指数，其余个股表现平平	85
3.2.2	尽管股票风险溢价不足，加息周期结束点燃上涨热情	86
3.2.3	市场预期2024年营收、盈利双复苏，充分定价经济“软着陆”	87
3.2.4	警惕失业率加速上行、银行资产负债表、企业盈利不及预期等风险	89
3.2.5	美股熊短牛长格局不变，耐心等待增配时机	91
3.3	欧洲股市：经济延续低迷，反弹难以持续	92
3.3.1	欧洲股市回顾：通胀见顶回落，跟随美股上涨	92
3.3.2	欧洲股市展望	92
3.3.3	配置观点：整体建议低配，关注结构机会	94
3.4	日本股市：复苏延续，温和攀升	94
3.4.1	经济复苏，市场回暖	94
3.4.2	估值合理，盈利驱动	96
3.4.3	走出通缩，维持宽松	96
3.4.4	政策调整，或成逆风	97
3.4.5	结论：日本股市料将维持温和攀升格局	98
3.5	新兴市场：紧缩拐点迎来曙光，结构差异决定分化	98
3.5.1	利差高位，压力犹存	98
3.5.2	经济放缓，出口承压	99
3.5.3	结构差异，表现分化	99
3.5.4	结论	100

# 4

## 债券篇： 美债恰逢其时，中债波澜不惊

4.1	国内货币市场	102
4.1.1	2023 年回顾：超预期降准降息，资金利率“N”型波动	102
4.1.2	2024 年展望：逆周期政策难缺席，资金波动性或上升	103
4.2	国内债市：供需结构演变，收益率中枢下移	103
4.2.1	利率债：利率风险不大，震荡区间收窄	103
4.2.2	信用债：供需结构调整，品种差异化	108
4.2.3	可转债：估值调整有望修复，关注结构性机会	113
4.3	中资及其他新兴市场美元债	116
4.3.1	加息结束，美元债拨云见日	116
4.3.2	利差收窄，投资级更胜一筹	118
4.3.3	资金回流，新兴市场再现生机	119
4.4	美债：定价逻辑回归基本面，收益率继续震荡下行	120
4.4.1	消费投资保持韧性，景气信心指标显弱	121
4.4.2	通胀中枢不断下移，能源价格仍有扰动	123
4.4.3	财政扩张力度趋缓，供给压力短期缓解	124
4.4.4	美联储引导市场预期，降息时点仍需等待	125

# 5

## 外汇篇：美元跌入中性区间，非美分化日澳偏强

5.1	人民币：宽幅震荡，谨慎乐观	128
5.1.1	2023 年人民币汇率一波三折	128
5.1.2	2024 年人民币汇率走势的三种情形	128
5.2	美元：强势拐点已现，中性宽幅震荡	130
5.2.1	美联储政策由紧转松	130
5.2.2	财政边际减弱，超额储蓄下降	131
5.2.3	关注非美货币政策松紧与潜在风险事件对美元的冲击	131
5.3	欧元：维持弹拐点	132
5.3.1	加息效果逐渐显现，经济下行拖累欧元	132
5.3.2	预期欧央行先行降息稳经济，待美联储降息后扭转弱势	133
5.3.3	或受益于中国经济复苏，奠定欧元反弹可能性	134
5.4	英镑：经济动力不足，弱势难言改变	134
5.4.1	加息效应预警经济，奠定英镑弱势基调	134
5.4.2	房地产对经济的困局，释放提早降息信号	135
5.4.3	大选政治因素扰动，或将加剧英镑波动	135
5.5	日元：大跌之后，均值回归	136

5.5.1	经济延续增长，通胀温和上行	136
5.5.2	货币宽松力度减弱，美日国债利差缩窄	136
5.5.3	美国经济趋向走弱，避险功能有望重启	137
5.6	澳元：经济向好政策偏鹰，具备趋势性走强基础	138
5.6.1	澳大利亚经济基本面保持良好	138
5.6.2	美联储可能继续加息的鹰派政策支持澳元走强	138
5.6.3	中澳关系的改善对澳大利亚经济带来更多积极因素	138
5.7	加元：转入震荡、波动加大	139
5.7.1	高利率拖累经济，经济基本面转弱	139
5.7.2	通胀数据已回落，货币政策转向在即	139
5.7.3	油价波动或加剧，恐难支撑加元	140

# 6

## 商品篇：黄金配置价值强化，商品或将高位震荡

6.1	黄金上涨方向确定，时机选择决定超额	142
6.1.1	黄金上涨方向确定性高	142
6.1.2	在上涨通道中仍存震荡	145
6.2	能源市场	146
6.2.1	原油供给端：下方有支撑，向上弹性更大	147
6.2.2	原油需求端：全球经济景气度分化，需求或呈温和修复	150
6.2.3	原油库存端：全球库存维持低位，补库需求支撑油价	152
6.2.4	结论：供需紧平衡格局延续，油价高位区间震荡	152
6.3	基本金属	153
6.3.1	铜：持续磨底，有望上行	153
6.3.2	铝：预期补库，或有突破	156

# 7

## 配置篇：2024 年全球资产配置策略与中行解决方案

7.1	宏观主题：美元降息周期开启，全球资产迎来曙光	160
7.2	全球资产配置建议	160
7.2.1	全球股市	162
7.2.2	全球债市	162
7.2.3	全球汇率	163
7.2.4	商品与工业金属	164
7.3	中国银行解决方案	164
7.3.1	我们的投资策略服务理念	164
7.3.2	我们的资产配置方法论	165
7.3.3	我们的 2024 年资产配置解决方案	165

# Contents

## 图表目录

图表 01. 2023 年全球主要经济体通胀走势（截至 2023 年 10 月，%）	10	图表 31. IMF 预测主要经济体中多数 2024 年增速低于 2023 年（%）	32
图表 02. 2023 年全球主要国家 GDP 走势（截至 2023 年三季度，%）	10	图表 32. IMF 预测 2024 年全球通胀继续回落但仍在偏高水平（%）	33
图表 03. 2020 年—2022 年中国 GDP 累计同比贡献（%）	11	图表 33. OECD 综合领先指标已开始上行（%）	33
图表 04. 2023 年中国 CPI PPI 走势（%）	11	图表 34. M1 与企业产成品存货同比（%）	34
图表 05. 2023 年全球主要经济体股市表现（%）	13	图表 35. 工业企业利润和产能利用率（%，%）	34
图表 06. 2023 年中国股市主要宽基指数表现（%）	14	图表 36. 居民新增存贷款（亿元）	35
图表 07. 2023 年北向资金累计净流入金额变动与万得全 A 走势对比图（亿元，点）	14	图表 37. RMBS 早偿率（%）	35
图表 08. 2023 年中国资金市场和中、美国债利率涨跌与收益率（BP，%）	16	图表 38. 财政收入及财政支出的中央地方占比（%）	35
图表 09. 2023 年黄金、白银走势（%）	17	图表 39. 地方政府新发债构成（亿元）	35
图表 10. 2023 年主要商品走势（%）	17	图表 40. 实体部门杠杆率（%）	36
图表 11. 2023 年主要货币汇率走势（%）	19	图表 41. 2022 年世界各国政府杠杆率（%）	36
图表 12. 2019 年—2023 年 C4 客群组合权益资产配置及组合收益	20	图表 42. PMI 指数（%）	36
图表 13. 2019 年—2023 年中银投资策略配置组合收益走势图	20	图表 43. 制造业 PMI 分项指数（%）	36
图表 14. 2019 年—2023 年中银投策 13 次明确买入建议及达成盈利目标时长统计表	21	图表 44. 规模以上工业利润（%）	37
图表 15. 2019 年—2023 年中银白皮书年度观点和历次精准建议与 WIND 全 A 周线拟合图	22	图表 45. 分行业规模以上工业增加值（%）	37
图表 16. 2022 年以来黄金配置时点建议	24	图表 46. GDP 累计同比贡献率（%）	38
图表 17. 2023 年经过季度修正后的全球大类资产配置一览表	24	图表 47. 固定资产投资累计同比增长（%）	38
图表 18. 2023 年投资策略与 WIND 全 A 走势拟合图	26	图表 48. 2023 年 8 月房贷政策放松组合拳	38
图表 19. 2023 年 C4 及以上组合表现（%）	26	图表 49. 房地产投资与新开工及销售数据（%）	39
图表 20. 2023 年 C4 及以上组合战略资产配置比例（%）	26	图表 50. 二手房价格指数（2015 年 1 月 4 日 =100）	39
图表 21. 2023 年 C4 及以上组合战术资产配置	27	图表 51. 社会消费品零售总额与收入（%）	39
图表 22. 2023 年 C3 及以上组合表现（%）	27	图表 52. 消费者信心指数（%）	39
图表 23. 2023 年 C3 及以上组合战略资产配置比例（%）	27	图表 53. 预防性储蓄不断上升（%）	40
图表 24. 2023 年 C3 组合战术资产配置	28	图表 54. 失业率回落（%）	40
图表 25. 2023 年 C2 及以上组合表现（%）	28	图表 55. 进出口数据（%，亿元）	41
图表 26. 2023 年 C2 及以上组合战略资产配置比例（%）	28	图表 56. 对全球主要国家地区出口累计同比（%）	41
图表 27. 2023 年 C2 组合战术资产配置	29	图表 57. IMF 对主要经济体 GDP 预测（%）	41
图表 28. 2023 年中国银行“中特估”组合回报率	29	图表 58. 进出口价格走势（上年同月 =100）	41
图表 29. 全球制造业 PMI 持续位于荣枯线下方（%）	32	图表 59. CPI 与 PPI 走势（%）	42
图表 30. IMF 预测 2024 年全球经济增长放缓（%）	32	图表 60. 猪肉价格与 CPI（%）	42
		图表 61. CPI 构成（%）	42
		图表 62. 生猪存栏数（%）	42
		图表 63. 中美库存周期与 PPI 走势（%）	43
		图表 64. 中国大宗商品走势（%）	43
		图表 65. 社会融资规模与 M2（%）	43
		图表 66. DR007 利率走势（%）	43
		图表 67. 央行货币政策工具	44
		图表 68. 新发放贷款加权平均利率（%）	44
		图表 69. 结构性货币政策工具情况表	44
		图表 70. 国债和地方债发行限额	45

图表 71. 地方政府债发行进度 (%)	46	图表 106. 各类资管产品数量 (只)	60
图表 72. 赤字率 (%)	46	图表 107. 各类资管产品规模 (亿元)	60
图表 73. 一般公共预算收支情况 (亿元, %)	46	图表 108. 历年交易总额 (亿元)	60
图表 74. 政府性基金年度收支情况 (亿元, %)	46	图表 109. 近 10 年资产管理产品数量规模增长倍数 (倍)	60
图表 75. 本轮特殊再融资债已发、待发规模 (亿元)	46	图表 110. 中国 GDP 总值与股市总市值 (亿元)	61
图表 76. 美国高利率和宽财政 (% , 十亿美元)	49	图表 111. 中国股市总市值与融资带来市值贡献 (亿元)	61
图表 77. 美国芝加哥联储金融条件指数 (NFCI)	49	(不考虑 IPO 首日上涨)	61
图表 78. 美国 GDP 同比 (%)	49	图表 112. 中国 GDP 总值与扣除融资带来市值增长后总市值 (亿元)	62
图表 79. 美国高通胀和低失业并存 (% , %)	49	(不考虑 IPO 首日上涨)	62
图表 80. 美国 PMI 和密歇根消费者信心指数 (%)	50	图表 113. 历年股市上涨带来的市值贡献 (亿元)	62
图表 81. 纽约联储衰退预期 (%)	50	(考虑 IPO 首日上涨和历年未分配利润)	62
图表 82. 美国失业率和职位空缺率 (%)	50	图表 114. 上市公司历年净利润总额与结构 (亿元)	63
图表 83. 美国劳动力供需缺口 (千人)	50	图表 115. 上市公司历年分红总额与结构 (亿元)	63
图表 84. 美国居民在 2023 年享受实际“减税” (%)	51	图表 116. 2000 年以来现金分红公司占比与全市场股息率 (% , %)	63
图表 85. 消费信贷增速和薪资增速放缓 (倍, %)	51	图表 117. 上市公司历年净利润总额与现金分红总额对比 (亿元)	63
图表 86. 美国住宅投资同比和地产销售同比 (%)	51	图表 118. 中美上市公司 ROE 对比 (%)	64
图表 87. 住房购买力指数和 NAHB 市场指数	51	图表 119. 中美上市公司 ROE 强弱阶段对应的股指涨跌幅 (%)	64
图表 88. 美国非住宅、建筑、设备和知识产权投资同比 (%)	52	图表 120. 上市公司历年重要股东减持额与回购金额 (亿元)	64
图表 89. 建筑增速与产业政策高度关联 (百万美元)	52	图表 121. 历年 IPO 和退市公司数量对比 (家)	64
图表 90. 美国库存同比和 ISM 制造业 PMI (%)	52	图表 122. 中国股市机构投资者持股市值占比 (%)	65
图表 91. 美国库销比和销售同比 (%)	52	图表 123. 美国股市机构投资者持股市值占比 (%)	65
图表 92. 美国财政支出、收入和赤字 (十亿美元)	53	图表 124. 近期围绕资本市场融资端、投资端、交易端政策举措	67
图表 93. 美国联邦财政利息支出占总支出比 (%)	53	图表 125. 海外薪资增速及核心通胀拐点已现 (% , %)	69
图表 94. 美国居民和企业资产负债率 (%)	53	图表 126. 2024 年国内或呈现宽信用稳货币的组合 (%)	69
图表 95. 企业债到期情况 (亿美元)	53	图表 127. 美元下行周期, 新兴市场风险资产占优	70
图表 96. 美国 Zillow 租金和租金通胀 (%)	54	图表 128. 2023 年北上资金净流入规模为近年来最低 (亿元)	70
图表 97. 亚特兰大联储工资指数和职位空缺率 (点, %)	54	图表 129. 美联储加息停止后大类资产表现	70
图表 98. 联储后续加息路径 (% , BP)	54	图表 130. 企业利润领先居民收入, 预示消费回温 (% , %)	72
图表 99. 逆回购、TGA 和准备金存款 (百万美元)	54	图表 131. 中央政府杠杆率仍有提升空间 (%)	72
图表 100. 2022 年第四季度至 2023 年第三季度欧元区 GDP 环比与同比增速 (%)	55	图表 132. 社融增速底部震荡, A 股盈利有望触底 (% , %)	72
图表 101. 英国制造业与服务业采购经理人指数 (PMI) (%)	56	图表 133. 价格及基数支撑下 2024 全 A 非金融营收增速有望修复 (%)	72
图表 102. 我国上市公司历年总数与总市值 (亿元, 家)	59		
图表 103. 几大交易所各板块上市公司数量与规模 (亿元, 家)	59		
图表 104. 历年融资数量与规模 (亿元, 家)	59		
图表 105. 历年 IPO 与再融资数量和规模 (亿元, 家)	59		

# Contents

## 图表目录

图表 134. 联储停止加息后 A 股估值提振效应显著 ..... 73	图表 167. 美股“七巨头” YTD 回报排名 (%) ..... 85
图表 135. 当前 A 股 ERP 水平性价比凸显 ..... 73	图表 168. 标普 500 (SPY)、标普 500 等权重 (RSP)、 罗素 2000 (IWM) YTD 回报对比 (%) ..... 85
图表 136. 全球主要股市估值水平 (倍) ..... 73	图表 169. 美国各期限国债收益率变化 ..... 86
图表 137. 历年 A 股 PE、PB 值 (倍, 倍) ..... 73	图表 170. 标普 500 风险溢价: 标普 500 盈利率 VS 十 年美国国债收益率 (%) ..... 87
图表 138. 交易型与配置型北上资金月度累计持仓市值变 动 (亿元) ..... 74	图表 171. 标普 500 指数 2024 年各行业盈利同比增长预 期 (%) ..... 88
图表 139. 保险业资金运用余额与证券投资比例 (亿元, %) ..... 74	图表 172. 标普 500 指数 2024 年营收、EPS 预期可能 过高 ..... 88
图表 140. A 股盈利估值贡献及预测 (% , %) ..... 74	图表 173. 家庭部门偿债负担 /GDP (%) ..... 89
图表 141. 2024 年一级行业景气预测表 ..... 75	图表 174. 两年内到期的投资级与高收益企业债券 ..... 89
图表 142. AI 应用端 ROIC-g 商业模式分析 ..... 76	图表 175. 临时工数量 (千人) ..... 90
图表 143. 医药收盘价与美债 10 年期国债利率呈负相关 (%, 点) ..... 77	图表 176. 萨姆法则衰退指标 ..... 90
图表 144. 全球军用无人机市场有望高速扩张 (亿美元, %) ..... 77	图表 177. 商业地产贷款 30 天以上拖欠率 ..... 90
图表 145. 汽车智能化投资产业链图谱 ..... 77	图表 178. 标普 500 指数历史回报 ..... 91
图表 146. 全球主要股指 2023 年涨跌幅 (截止 11 月 17 日, %) ..... 78	图表 179. 首次降息后标普 500 指数表现 ..... 91
图表 147. 港股 2023 年以来各行业涨跌幅 (截止 11 月 17 日, %) ..... 78	图表 180. 2023 年和 2024 年欧洲经济增速预期 (%) ..... 93
图表 148. 恒生指数净利润增速与估值对比 (% , 倍) ..... 79	图表 181. 欧洲主要经济体 2023 年采购经理人指数 (%) ..... 93
图表 149. 港股估值与美国十年期国债对比 (倍, %) ..... 79	图表 182. 欧洲主要股指 12 个月滚动市盈率 (倍) .... 93
图表 150. 中国社会零售品销售总额 (% , %) ..... 79	图表 183. 欧洲企业利润率 (%) ..... 93
图表 151. 中国 PPI 及 CPI 月度走势 (% , %) ..... 79	图表 184. FTSE Europe 和 FTSE350 企业本土及海外 营收占比 (%) ..... 94
图表 152. 美国通胀形势 (% , %) ..... 80	图表 185. 日经 225 及主要市场指数 2023 年表现 (%) ..... 95
图表 153. 美联储利率观察工具 (截止 2023 年 11 月 17 日) ..... 80	图表 186. 日本经济表现 (% , %) ..... 95
图表 154. 香港活跃资本市场政策梳理 ..... 81	图表 187. 日本雇员报酬及家庭消费支出 (十亿日元, 日元) ..... 95
图表 155. 全球主要股指 PE 估值对比 (倍) ..... 81	图表 188. 日本入境旅游人数 (人) ..... 95
图表 156. 全球主要股指 PB 估值对比 (倍) ..... 81	图表 189. PE 横向比较 (倍, %) ..... 96
图表 157. 恒生沪深港通 AH 股溢价 (点) ..... 82	图表 190. PB 横向比较 (倍, %) ..... 96
图表 158. 中国人口形势 (% , %) ..... 82	图表 191. 日本 CPI 及 PPI 当月同比 (%) ..... 97
图表 159. 各国人均卫生费用 (元) ..... 82	图表 192. 日本 1 年期和 10 年期国债收益率 (%) .... 97
图表 160. 全球生物医药一级市场融资额 (亿美元, %) ..... 83	图表 193. 日本制造业 PMI 及服务业 PMI (%) ..... 97
图表 161. 全球生物医药一级市场月度融资额 (亿美元) ..... 83	图表 194. 日元及日经 225 ..... 97
图表 162. 中国生物医药公司对外授权量 (个) ..... 83	图表 195. 新兴市场表现 (%) ..... 98
图表 163. 恒生医疗保健指数估值 (点, 点) ..... 83	图表 196. 美国与新兴市场利率走势 (%) ..... 98
图表 164. 恒生科技指数估值 (点) ..... 84	图表 197. IMF 新兴市场 GDP 预测 (%) ..... 99
图表 165. 恒生科技业绩及盈利预测 (万元, %) ..... 84	图表 198. 新兴市场出口同比增速 (%) ..... 99
图表 166. 全球半导体及手机行业销售 (% , %) ..... 84	图表 199. 全球商品出口份额 (%) ..... 100
	图表 200. 新兴市场估值水平 (倍) ..... 100
	图表 201. 公开市场操作规模增加 (亿元) ..... 102



图表 202. MLF 余额创近三年新高 (亿元, 亿元) ...	102	图表 235. 美国通胀逐步降温 (%) .....	117
图表 203. 短期资金利率围绕中枢波动加大 (%) .....	102	图表 236. 市场普遍预期美联储不再加息 (%) .....	117
图表 204. 长端资金利率呈现“V”型走势 (%) .....	102	图表 237. 2013—2023 年 10 月中资美元债发行量 (亿美元, %)	118
图表 205. 逆回购交易量突破 8 万亿 (亿元, %) ....	103	图表 238. 2023—2030 年中资美元债到期情况 (亿美元)	118
图表 206. 2023 年利率债区间震荡且利差收窄 (% , %)	104	图表 239. 投资级中资美元债收益率和利差 (% , BP)	119
.....	104	图表 240. 高收益级中资美元债收益率和利差 (% , BP)	119
图表 207. 长期利率顶部与中枢均下移 (%) .....	105	.....	119
图表 208. 长期利率走势与名义经济增长高度相关 (%)	105	图表 241. 新兴市场债市资金净流入 (十亿美元) .....	120
.....	105	图表 242. 新兴市场美元债综合指数 .....	120
图表 209. 国内利率体系与传导路径 .....	105	图表 243. 实际收益率中枢抬升推高美债收益率 (% , %)	121
图表 210. 10 年期国债收益率与贷款利率走势趋同 (%)	105	.....	121
.....	105	图表 244. 美债期限利差延续倒挂 (%) .....	121
图表 211. 2023 年利率债供给与净融资情况 (亿元)	106	图表 245. 2023 年美国意外指数震荡回升 .....	122
.....	106	图表 246. 2023 年美国就业市场表现强劲 (% , %)	122
图表 212. 债券供给结构向利率债倾斜 .....	106	图表 247. 2023 年美国消费市场保持韧性 .....	122
图表 213. 2023 年地方债认购情绪整体较好 (倍)	106	图表 248. 美国企业部门利息成本不断攀升 (% , %)	122
.....	106	.....	122
图表 214. 历年地方债提前批次额度下达情况 (万亿, %)	107	图表 249. 美国制造业连续 13 个月出现萎缩 (%) ..	123
.....	107	图表 250. 2023 年 3 月美国银行危机加大金融压力 ..	123
图表 215. 银行负债端相对稳定 (亿元, %) .....	107	图表 251. 美国通胀较去年高点回落 (% , %) .....	123
图表 216. 2023 年信用债收益率明显下行 (%) .....	108	图表 252. 五年通胀预期仍保持高位 (%) .....	123
图表 217. 2023 年信用利差走阔后大幅下行 (% , %)	108	图表 253. 2023 年美国国债发行量持续攀升 (亿美元, 亿美元)	124
.....	108	图表 254. 外国投资者持有美债规模总体保持稳定 (亿美元)	124
图表 218. 信用债收益率处于历史低位 (%) .....	108	图表 255. 美联储继续加息美债利率高位震荡 (%)	125
图表 219. 2023 年信用债发行与到期情况 (亿元, 亿元)	109	.....	125
.....	109	图表 256. 2023 年美国银行业信贷意愿谨慎 (% , %)	125
图表 220. 城投债净融资额维持相对低位 (亿元) .....	109	.....	125
图表 221. 金融债发行与供给双增 (亿元) .....	109	图表 257. 美元兑人民币汇率中间价和收盘价走势 .....	128
图表 222. 债券产品规模逐步恢复 (万亿元) .....	110	图表 258. 人民币汇率收盘价与美元指数相关系数 .....	128
图表 223. 理财与商业银行为信用债增持主力 (亿元)	110	图表 259. 联邦基金目标利率和美元指数 (% , 1973/03=100)	129
.....	110	.....	129
图表 224. 城投债信用利差压缩明显 (BP, BP) .....	111	图表 260. 美国 CPI、核心 CPI 同比 (%) .....	130
图表 225. 近三年土地出让情况 (亿元, %) .....	111	图表 261. 美元指数和美国联邦基金利率 (1973/03=100, %)	130
图表 226. 2023 年地方化债的部分政策表述 .....	111	图表 262. 美国财政赤字率 (%) .....	131
图表 227. 二级资本债存在配置优势 (%) .....	112	图表 263. 美国超额储蓄 (亿美元) .....	131
图表 228. 二级资本债存在配置优势 (%) .....	112	图表 264. 美国、日本、欧元区、英国、加拿大 CPI (%)	132
图表 229. 资本新规正式稿变化 .....	113	.....	132
图表 230. 2023 年转债相对抗跌 (点) .....	114	图表 265. 欧元区 CPI (%) .....	133
图表 231. 2023 年可转债波动率中枢降低下降 (点, %)	114		
.....	114		
图表 232. 全面注册制下转债发行条件简化 .....	114		
图表 233. “固收+”基金持仓转债规模变化 (亿元) ...	115		
图表 234. 高等级中资美元债与同期美国国债收益率表现 (%)	117		

# Contents

## 图表目录

图表 266. 欧元区主要国家 PMI (%) .....	133	图表 294. 俄罗斯产量处于历史低位 (千桶/日) .....	148
图表 267. 欧央行隐含政策利率 (%) .....	133	图表 295. 俄罗斯原油出口数量在全球占比超 11% (千桶/日, %) .....	148
图表 268. 通胀仍未降至目标水平, 但失业率已反弹幅度已发出经济衰退警号 (%) .....	134	图表 296. 美国钻机数量与 DUC 开钻未完钻数量 (部, 口) .....	149
图表 269. 英国消费水平持续受困 (%) .....	134	图表 297. 俄乌冲突抬升油价 (美元/桶) .....	149
图表 270. 英国、美国及欧元区 CPI (%) .....	135	图表 298. IMF 预测各国 GDP 实际增长率 (%) .....	150
图表 271. 主要国家 OECD 全球领先指标 (点) .....	136	图表 299. 全球石油消费量和 GDP 走势强相关 (亿吨, 万亿美元) .....	150
图表 272. 日本 CPI 和核心 CPI (%) .....	136	图表 300. 非 OECD 国家石油需求及增速预测 (百万桶/日, %) .....	151
图表 273. YCC 调整时间与幅度 .....	136	图表 301. 中国成品油产量增速 (%) .....	151
图表 274. 美元兑日元与美日 10 年期国债差 (USD/JPY, %) .....	137	图表 302. WTI 机构持仓信心不足 (张) .....	151
图表 275. 美国衰退期, 美元兑日元的表现 (USDJPY) .....	137	图表 303. 原油期货差价结构 (美元/桶) .....	151
图表 276. 澳大利亚经济基本面 (百万澳元, %) .....	138	图表 304. OECD 库存图表 (百万桶) .....	152
图表 277. 澳大利亚通胀情况 (2011-12 年 =100) .....	138	图表 305. 美国商业原油与战略石油储备 (千桶, 千桶) .....	152
图表 278. 加拿大经济及利率水平 (%) .....	139	图表 306. OPEC 口径全球原油供需平衡表 (百万桶/日) .....	152
图表 279. 加拿大经济景气程度 (%) .....	139	图表 307. 沪铜/LME 铜走势 (元/吨, 美元/吨) .....	153
图表 280. 加拿大 CPI 和核心 CPI (%) .....	140	图表 308. 国内外铜基差 (元/吨, 美元/吨) .....	153
图表 281. 美国 CPI 月率与美联储政策利率 (%) .....	142	图表 309. ICSG 全球精炼铜供需平衡 (美元/吨, 千吨) .....	154
图表 282. 欧元区 CPI 月率与欧洲央行政策利率 (%) .....	142	图表 310. ICSG 全球精炼铜缺口季节性 (千吨) .....	154
图表 283. 美国 10 年期国债收益率与美元指数 (%) .....	143	图表 311. 三大交易所铜库存及 LME 铜价 (吨, 美元/吨) .....	155
图表 284. 全球黄金供需情况 (吨) .....	144	图表 312. 国内隐性库存 (万吨) .....	155
图表 285. 中国央行官方储备黄金与 SPDR 黄金 ETF 基金持仓 (万盎司, 吨) .....	144	图表 313. CFTC 非商业净持仓及 COMEX 铜价 (张, 美元/磅) .....	155
图表 286. 美国联邦基金目标利率及变动可能性 (%) .....	145	图表 314. 沪铜持仓多空比与价格 (元/吨) .....	155
图表 287. 美国联邦基金目标利率及变动可能性 (%) .....	146	图表 315. 沪铝/LME 铝走势 (元/吨, 美元/吨) .....	156
图表 288. 2023 年原油价格走势 (美元/桶, 元/桶) .....	147	图表 316. 国内外铝基差 (元/吨, 美元/吨) .....	156
图表 289. 欧佩克国家持续减产 (千桶/日, 千桶/日) .....	147	图表 317. 全球铝供需平衡分析 (万/吨, 美元/吨) .....	156
图表 290. 欧佩克主要成员国财政平衡油价为 75-80 美元/桶 (美元/桶) .....	147	图表 318. 全球铝供需平衡季节性分析 (万/吨) .....	156
图表 291. 欧佩克原油供给策略影响全球油价 (千桶/日, 美元/桶) .....	147	图表 319. LME 铝库存及价格 (吨, 美元/吨) .....	157
图表 292. 全球大宗商品 CAPEX (十亿美元, %) ..	148	图表 320. 沪铝库存及价格 (吨, 元/吨) .....	157
图表 293. 大宗商品当前库存与 5 年平均差异 (%) .....	148	图表 321. LME 铝持仓及价格 (手, 美元/吨) .....	158
		图表 322. 沪铝机构净持仓多空比及结算价 (元/吨) .....	158
		图表 323. 2024 年全球资产配置观点一览表 .....	161
		图表 324. C4 及以上风险偏好客户资产配置方案 .....	166
		图表 325. C3 类风险偏好客户资产配置方案 .....	167
		图表 326. C2 类风险偏好客户资产配置方案 .....	168



# 回顾篇

## 美元强弩之末， 资产曙光乍现

2023 年世界百年变局加速演进，美欧通胀见顶回落，美元加息拐点出现，资产曙光乍现。海外股市普涨 A 股下跌，美债熊市尾部，中债涨幅收敛，原油宽幅震荡收跌，黄金单边上涨，美元由强转弱，非美分化，人民币微贬。我行策略积极应对，过去五年战略配置绩效中规中矩，战术时机选择到位，战略配置与战术择时阿尔法凸显。

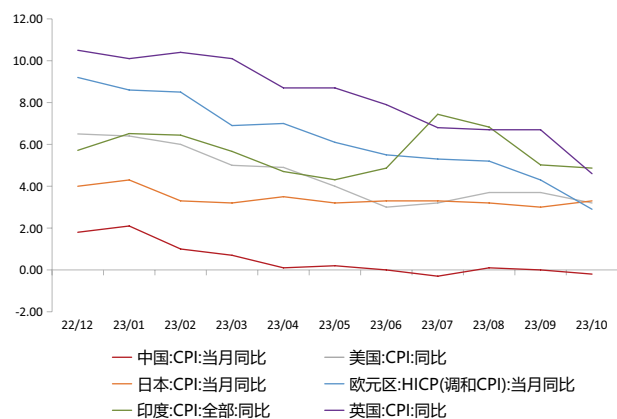
# 1.1 全球经济：美欧通胀韧性，中国复苏曲折

## 1.1.1 美欧通胀趋势下行，美国有韧性欧洲渐衰退

2023年全球经济增长看点有所不同，海外是美国和欧洲的通胀形势以及美联储加息进程，国内则是经济的恢复进程以及政策刺激力度。海外通胀方面，高点出现在2022年年中，2023年整体则呈现趋势性下行。美国下行趋势明显，欧洲（欧盟和英国）通胀下行速度较慢。

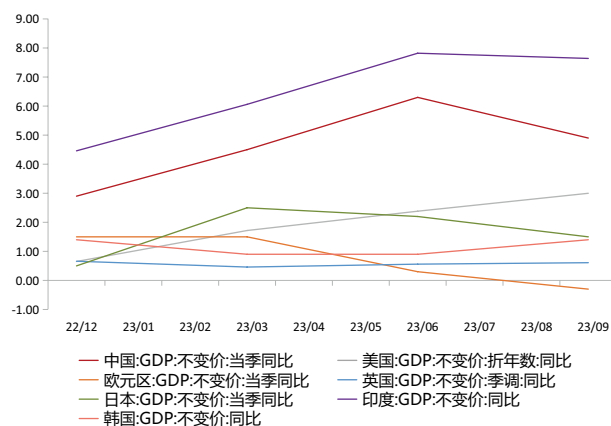
美国CPI从2023年初的6.5%下降至2023年11月的3.2%，通胀下降趋势确立，且已进入低位区间。回顾全年，一季度下行缓慢，二季度开始快速下行，6月CPI录得3.0%，创2021年3月以来新低，三、四季度则低位震荡。欧盟和英国的CPI分别从年初的9.2%、10.5%下降到10月的2%、4.6%，欧洲的通胀较美国更具韧性。与此相对应的是，美国经济较欧盟和英国则更具韧性，美国经济2023年以来依然保持较快增长，一季度和二季度GDP环比折年率分别为2.2%和2.1%，三季度环比折年率高达4.9%，大幅超过潜在增速。美国经济的韧性源于其财政支出对经济形成支撑。2023财年，美国财政支出和赤字规模虽较近年有所下降，但仍处于相对高位。美国政府财政支出的偏高，优化了企业和居民家庭资产负债表结构，使得就业形势处于历史最好状态，失业率处于历史低位，工资收入增长较快，超额储蓄和股市上涨形成的财富效应，推动居民消费依然强劲，经济韧性十足。欧洲经济渐步入衰退，欧元区制造业PMI从2023年初的48.80下降至11月44.2，德国更是从2023年初的47.30下降至42.60，欧元区GDP前三季度增长分别为1.5%、0.3%和-0.3%，已经进入技术性衰退区间。

■ 图表 01. 2023 年全球主要经济体通胀走势（截至 2023 年 10 月，%）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 02. 2023 年全球主要国家 GDP 走势（截至 2023 年三季度，%）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

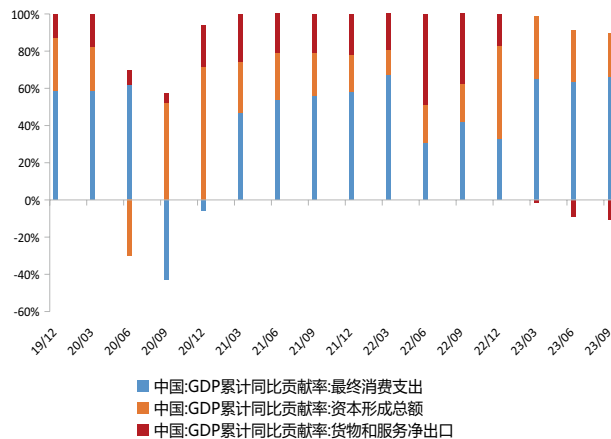
## 1.1.2 投资与出口不振，中国经济复苏曲折

与美国经济的韧性和欧洲的衰退不同，中国经济2022年底开启新一轮复苏进程，2023年中国经济顶住了美联储加息及“脱钩”等外部压力，克服了内部房地产调整压力，历经曲折，最终实现了回升向好，前三季度GDP增长5.2%。消费支出对经济增长贡献率为83.2%，拉动GDP增长约4.4%，成为支撑经济增长的决定力量；资本形成

总额对经济增长贡献率为29.8%，拉动GDP增长约1.6%；货物和服务净出口对经济增长贡献率为-13.0%，拖累GDP降低约0.7%。2023年，中国经济已经从2019年的消费贡献60%左右，投资和进出口贡献40%左右的构成比例，发展为“消费主导、投资助力、进出口拖累”的状态。这种变化，凸显了稳投资和稳出口的必要性。分季度看，中国GDP一季度GDP增长4.5%，二季度6.3%，三季度增长4.9%，全年有望实现5%左右，完成2023全年目标是大概率事件。

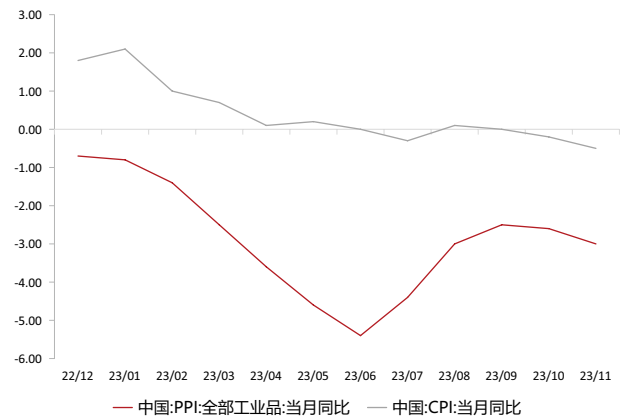
CPI和PPI呈单边下行态势。由于近年居民储蓄消耗，房地产价格下跌，以及以股票、存款、理财等为代表的财产性收入减少，社会整体消费能力减弱。居民超额储蓄意愿增强，叠加经济复苏偏慢导致就业形势不乐观，收入预期下降，削弱了整体消费信心。整体看，2023年消费恢复动能相对偏弱。具体看，2023年CPI从1月2.1%下降至11月的-0.5%，PPI全年增幅均为负值，从年初的-0.8%下降至6月的-5.4%，此后逐月环比有所回升，11月为-3%，略微呈现出“通缩”特征。从GDP增速和CPI/PPI指标观察看，我国经济复苏曲折，持续恢复向好的基础仍不稳固。当前经济是结构性恢复而非全面恢复，主要依靠服务业、高端制造业带动，而房地产、金融业、互联网平台经济等受到冲击较大，内生动能不足。消费、制造业投资仍是负增长，叠加外需回落、居民资产负债表受损等不利因素，导致社会总需求不足。

■ 图表 03. 2020 年—2022 年中国 GDP 累计同比贡献 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 04. 2023 年中国 CPI PPI 走势 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

## 1.2 全球资产：美元加息接近结束，全球资产交易降息

2023年，欧美通胀的演变，以及市场围绕美联储通胀数据而判断加息进程，主导了全球资产（风险资产的权益和无风险资产的美债收益率）走势。受市场提前交易美元加息结束预期影响，全球资产中，除美债和中国股市录得负收益之外，其余大类资产取得正收益，投资体验上相对于2022年的全球“股债双杀”有所改善。中国股市震荡下跌，尤其是上证指数一年之内多次跌破3000点，成为投资界热议的话题。同时，权益类公募基金主动管理产品大面

积跑输宽基指数，主动管理阿尔法的普遍丧失，导致投资者信心遭遇重创。活跃资本市场，提振投资者信心成为中国股市回暖的当务之急。

## 1.2.1 全球股市

### 1.2.1.1 海外股市：美元加息接近结束，海外股市曙光初现

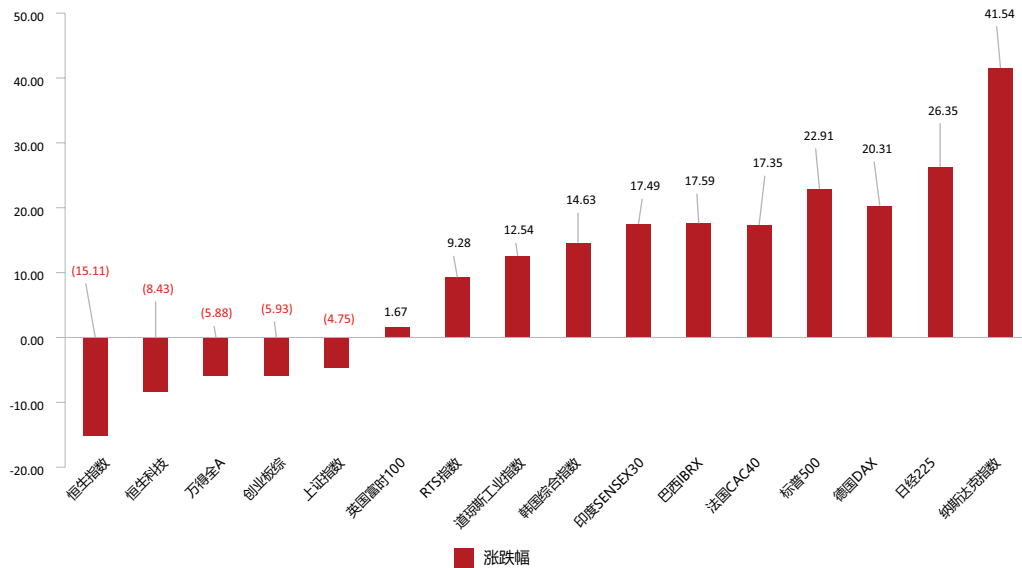
2023年美国通胀趋势性下行，美联储除在2月、3月、5月和7月四次议息会议各加息25BP之外，其余议息会议均保持利率不变，其中9月提出“更高利率更长时间”的鹰派表态对全球股市和美债收益率影响巨大。但总体来讲，市场对于美联储加息结束预期的交易占据了上风，海外股市全面上涨。美国道琼斯工业指数、纳斯达克指数和标普500指数分别上涨12.54%、22.91%和41.54%；英国富时100指数、法国CAC40指数、德国DAX指数分别上涨1.67%、17.35%和20.31%。得益于ChatGPT现象级科技创新的影响，美国科技股上演牛市行情，纳斯达克指数“牛”冠全球，并带动全球权益市场科技板块局部走牛。亚洲市场股市也呈现普涨格局，日经225指数、韩国综合指数、印度SENSEX30指数分别上涨26.35%、14.63%和26.35%，日本股市更是创下了33年的新高。以上市场走势皆受益于美元降息和流动性改善预期的影响，完全验证了2023年白皮书“美元加息强弩之末，全球股市曙光乍现”的预测，甚至可以用“美元加息接近结束，全球股市曙光已现”来描述2023年年末海外股市的走势。

市场节奏方面，海外股市全年整体呈“N”型走势。上半年上涨，三季度回调，四季度再度上涨。这反映了美联储加息的节奏，以及“鹰”、“鸽”表态反复导致投资者降息预期交易中的结果。上半年，市场对美国通胀预期快速下行和美联储较快结束加息有较高预期，全球股市全线上涨。美国纳斯达克和日本股市涨幅居前列，分别上涨31.73%和27.19%，日经225指数更是刷新30多年新高。欧洲股市除英国涨幅较低，法国CAC40、德国DAX、欧洲STOXX600指数分别上涨14.31%、15.98%和8.72%。亚洲地区，韩国、越南股指也均有两位数上涨，与欧洲股市一并位居第二梯队。中国A股（万得全A）、港股、英股和代表美国传统行业的美国道琼斯涨跌幅分别录得3.06%、-4.37%、1.07%、3.8%，位居第三梯队。尽管全球股市因各国基本面和外部环境不同，涨幅存在差异，但在美元加息尾部，市场普遍上涨已暗含“曙光初现”之意。

三季度，美国CPI下行至3%后见底反弹至8月的3.7%，显示美国通胀韧性很足。美联储9月议息会议释放“更高利率更长时间”超市场预期鹰派信号，不但表示年内可能再加息一次，而且点阵图还降低未来两年降息空间，从此前预期降息4次调降至2次。以上表态导致市场预计2024年联邦基金利率降至5.1%，2025年年底降至3.9%，分别比6月预测值高50BP；长期联邦基金利率预期为2.9%，也高于6月份料预测的2.5%。无风险利率的上升，无疑会对美国及全球股市产生压力，叠加存在获利回吐压力，三季度美国纳斯达克、标普500和道琼斯指数分别下跌4.12%、3.65%和2.62%；法国CAC40、德国DAX、欧洲STOXX600指数三季度分别下跌3.58%、4.71%和2.54%，日本股市三季度也下跌了4.01%。

四季度，市场对美联储“更高利率更长时间”的交易一直持续到10月底，随着通胀数据的继续回落，失业率的抬升，美联储在11月议息会议中按兵不动，点阵图显示美联储加息已经结束，2024年或将降息4次，合计100BP。市场对此立即反应，海外股市再次演绎反弹走势。截至2023年12月15日，美国道琼斯工业指数、纳斯达克指数和标普500指数分别上涨11.33%、12.06%和10.05%，再次刷新年内高点。英国富时100指数、法国CAC40指数、德国DAX指数涨跌幅分别为-0.42%、6.47%和8.87%。日经225指数四季度再度上涨3.49%创33年来新高，并成为全球财经热点事件，极大地激发全球投资日本的热情，“走出失去三十年”的论调开始流行。

图表 05. 2023 年全球主要经济体股市表现 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 1.2.1.2 中国股市：复苏进程不及预期，存量博弈成长制胜

始于2020年的中美经济周期异步，导致中国财政、货币政策与海外经济体不同频。2023年中国经济处于复苏初期，消费首次成为经济复苏的决定力量。但房地产风险，地方债务风险等结构性问题，影响了国民预期与信心，导致经济复苏进程曲折。2023年中国股市整体呈现普跌走势，代表股市整体涨跌的万得全A下跌5.88%。主要宽基指数和成分指数方面呈现不同的特征，其中万得微盘股指数涨幅最大，上涨48.93%，中证2000、北证50和红利指数分别上涨6.51%、7.08%和4.15%。其余主要分类指数均出现下跌，上证指数、沪深300、科创50指数、创业板指数、科创创业50分别下跌4.75%、13.69%、21.23%和20.81%。值得关注的是，上证指数四季度再次跌破3000点，历史上55次跌破3000点，这成为投资者信心低迷的标志。具体而言，2023年权益市场呈现以下几个特征：

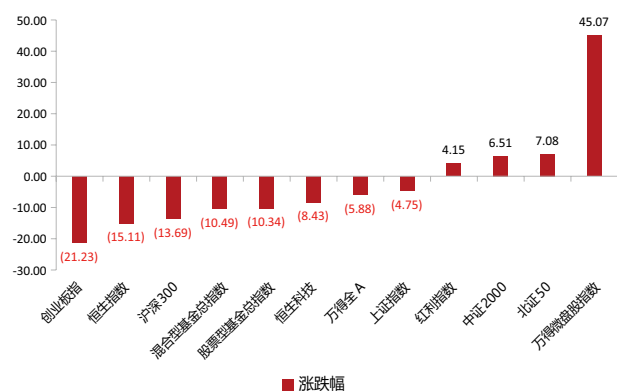
一是在存量资金博弈背景下，游资成为活跃市场的决定力量，成长股制胜，主题投资盛行，“中特估”投资初露端倪。2023年A股市场整体资金呈流出态势，有限的资金不足以活跃整个市场，而游资聚焦在小市场、微盘股展开车轮战，全年万得微盘股指数、中证2000、北证50在众多指数下跌时上涨，呈现典型的“弱势市”特征。与此同时，监管倡导的“中特估”全年相对表现较强，红利指数上涨4.15%，在市场整体下跌过程中体现了高分红板块对长线资金的吸引作用，“中特估”的价值锚初露端倪。

二是公募基金主动管理权益类产品“阿尔法”丧失，被动管理投资兴起，ETF基金成为机构新宠。普通股票型基金指数和偏股混合型基金指数分别下跌10.64%和12.56%。主动管理产品跑输宽基指数现象已接近3年，这也意味着权益基金“阿尔法”神话破灭，偏股类主动管理基金产品销售陷入困境。截至2023年11月末，新成立偏股型基金（混合型+股票型）份额仅有2773亿份，为2022年全年新发规模的63.03%，仅为2021年全年新发规模13.39%。与此形成反差的是，各类ETF基金获大额申购，2023年以来非货币类ETF产品累计净申购5835.28亿份，总规模达到1.7544万亿份，较2022年的1.1714万亿元增加49.84%。新发偏股型基金遇冷和ETF份额大增

现象背后，折射出在市场整体缺乏赚钱效应的情况下，投资者越来越关注产品成本问题，反映出投资者希望产品管理费率与投资收益挂钩的期待，也体现出部分专业投资者对指数投资价值的认可度提升，有越跌越买的迹象。这集中表现在2023年跌幅较大的上证科创50ETF已被净申购超过500亿份，规模最大的沪深300ETF在三季度被净申购超百亿份，其最新规模超1200亿元。

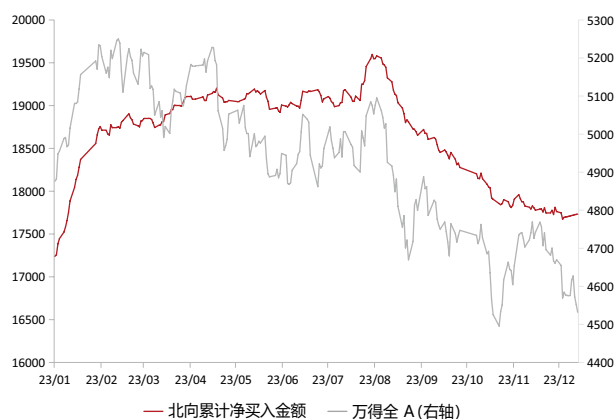
三是北向资金流动方向被标签化，成为部分投资者判断市场短期走向的风向标。从2023年北向持股市值变动趋势看，当北向持股市值连续减少（北向净流出）时，万得全A指数均出现下跌，反映出高度相关性。这也从一个侧面反映，在市场迷茫时，国内缺乏引领投资方向并挺起中国股市的“脊梁”的一流投资机构，以及部分市场参与者投资价值观的扭曲。2023年以来，北向资金累计流入425.86亿元，以上主要发生在一季度市场“强预期”阶段；主要的流出则发生在下半年“弱现实”阶段。在2023年7月国家出台一系列经济刺激政策后，北向资金依然连续多日大幅度流出，这一“怪相”令人唏嘘。

■ 图表 06. 2023 年中国股市主要宽基指数表现 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 07. 2023 年北向资金累计净流入金额变动与万得全 A 走势对比图 (亿元, 点)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 1.2.2 全球债市：增长与通胀周期异步，中债牛市伴美债走熊

2023年的债券市场，呈现出中债牛市、美债熊市的局面。美债交易逻辑为通胀下行速度和紧缩政策（加息）结束时间进度，而中债交易逻辑为中国经济复苏曲折进展和货币政策放松进度与力度。全球债市整体表现为一季度美强中弱；二季度中债阶段走强、美债反弹遇阻；三季度则是中美债市同步走弱、中债调整美债继续走弱；四季度美债走势强于中债，美债年度跌幅收窄且年末各券种收益率有加速下行趋势。以上市场表现主要是因为中美经济处于不同周期，相应的政策周期也不同步。中国经济处于衰退走向复苏的初期，有利于债市的走牛，而美国经济处于通胀高企的过热向均衡过渡的阶段，不利于债市的走强。但2023年末美元加息结束并开启降息周期的预期强烈，导致美国10年期国债收益率下行陡峭。全年来看，债市整体表现和白皮书预期略有差异，中债强于预期，美债弱于预期。

**中债方面**，2023年仍是一个小牛市格局，但收益率下行幅度有限，10年期国债收益率全年波动幅度不足40BP，各期限资金利率较年初涨跌互现：1年期国债收益率上行21.07BP收于2.31%，10年期国债收益率下行21.26BP收于2.62%。短期资金端成本下行更多，SHIBOR隔夜下行36.3BP至1.59%。



一季度，市场预期中国经济会强劲复苏，因此10年期国债收益率上行后震荡回落，1月末曾触及2.93%的年内高点，1年期国债收益率持续上行，长短期国债收益率利差收窄。一方面，信贷放量、宏观经济数据真空期难以对经济修复的程度进行确认，使得情绪较为谨慎；另一方面，利率上行吸引配置力量入场，多空相抵后总体振幅较小。

二季度，国内经济复苏不及预期，宽松货币政策开启。资金面相对宽松叠加市场资金配置行为助推二季度债市再度走牛。国内新增需求仍旧不足，表现为4月、5月PMI数据连续低于荣枯线，投资、消费、工业生产等数据亦明显弱于预期，通胀数据下滑明显。与此同时，央行维持资金面的合理充裕，市场对降息的预期持续增强，并最终迎来了6月LRP的下调，成为二季度债市走强的直接诱因。截至二季度末，1年期国债收益率下行22.46BP收于1.87%，10年期国债收益率下行20.02BP收于2.64%，短期资金端成本下行更多，表现为SHIBOR隔夜下行47.3BP至1.48%。

三季度，经济复苏仍不及预期，但政策明显发力。在7月重要会议的积极定调下，各部门宽松政策陆续落地，如发改委设立民营经济发展局，提振民营经济信心；各一线城市开始执行“认房不认贷”、下调存量房贷利率等地产新政；财政部门降股市印花税、提高个人所得税专项附加抵扣额等。受以上政策刺激影响，经济数据有所改善，具体表现在PMI连续三个月回升，通胀数据由降转涨，地方债发行加大力度推动新增社融亦表现积极，央行更是在9月超预期降准25BP。以上政策均体现了国家助力经济修复的坚定决心。因此，债市前两季度的超强表现在三季度受到严峻考验，尤其是8月中旬以来，收益率明显上行，10年期国债收益率下探至2.55%（近几年的低位区域）后回升至2.68%；短期品种更是回吐了年初以来的涨幅，1年期国债收益率在三季度盘中最大涨幅超过29.54BP，收于2.17%。

四季度，随着经济数据再度走弱，稳增长政策集中发力，地方政府特殊再融资债券和1万亿特别国债集中发行等，债券供给加大，国债收益率并无明显变化。1年期国债收益率上行13.99BP收于2.31%，10年期国债收益率下行5.24BP收于2.62%。短期资金端成本下行明显，SHIBOR隔夜下行56.1BP至1.59%。

**美债方面**，虽然通胀持续下行，CPI数据10月下滑至3.2%，核心PCE也下滑至3.5%，但仍超过2%的目标水平，且美国就业市场失业率依旧处于低位。美联储9月向市场传递“更高利率更长时间”鹰派信号以控制通胀决心后，10年国债收益率迭创年内新高。在11月暂停加息后，市场明显收到了降息预期的影响，美债收益率下行提速。2023全年来看，2年期美国国债收益率上行3BP至4.44%，10年美国国债收益率上行3BP至3.91%，整体仍是熊市格局，同时长短国债收益率继续倒挂也隐含了美国经济衰退预期。

一季度，市场预期美联储将在2023年继续加息100BP，美债长短期收益率同步上涨。但随之而来的硅谷银行意外“暴雷”，引发市场对金融市场稳定的担忧，并引发对美联储货币政策反转的预期，美债收益率再次快速下跌。2年期和10年期美国国债收益率在一季度分别下行35BP和40BP。中美10年期国债利差倒挂现象持续，美国短期国债与长期国债收益率继续倒挂，反映出美国衰退概率正在加大。

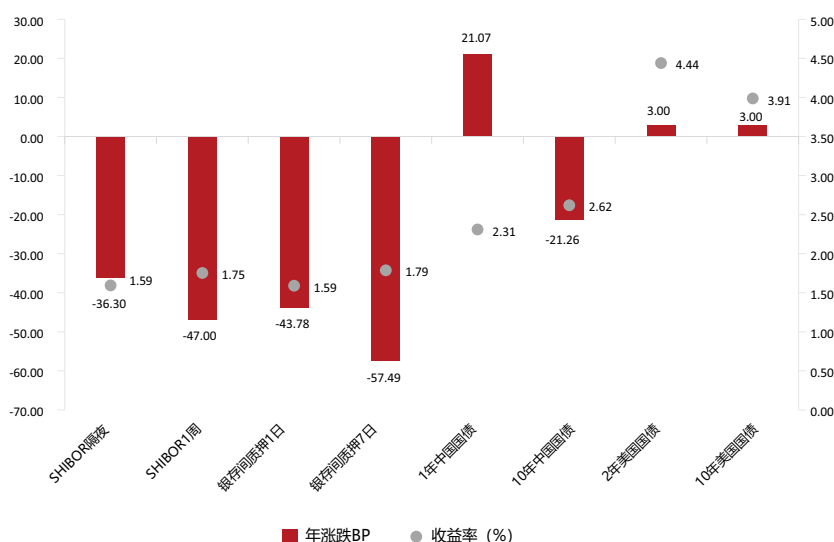
二季度，美国通胀依然韧性十足，5月核心CPI同比5.3%，核心通胀下降速度依然偏慢。虽然美联储6月选择暂停加息，但同时调高了加息点阵图50BP以表达控制通胀的决心。市场预期美元加息结束的进程低于年初的预期，美国债市二季度反弹受阻。2年期和10年期美国国债收益率较一季度分别上行81BP和33BP。上半年，2年期美国国债收益率上行46BP至4.87%，10年美国国债收益率则下行7BP至3.81%。美国长短期国债收益反差表明市场预期美联储短期降息概率较低，但长期来看降息不可避免。

三季度，美国经济数据意外走强。8月美国服务业PMI升至54.5，创2023年2月以来的新高。三季度原油价格上涨超过20%，美国通胀数据重新回升，核心CPI仍处于4%以上，大幅高于2%的目标，使得市场对美联储结

束本轮加息进程的预期迟迟得不到回应。美联储9月议息会议释放超市场预期的鹰派信号, 强势美元再次回归。美债收益率明显承压上行, 尤其是长端品种跌幅更大, 10年期美国国债收益率在三季度上升至4.59%, 季度上行78BP。

四季度初期, 市场继续在“更高利率更长时间”预期下上涨, 10年期国债收益率一度触及5.1%高位。伴随着通胀下行和失业率上升, 11月暂停加息之后, 市场不断修正美联储加息结束和降息周期开启的时间。与之相对应的是, 美国2年期和10年国债收益率快速下行, 四季度收益率分别下行59BP和68BP, 分别收于4.44%和3.91%, 中美10年期国债利差也从240BP左右收窄至当前130BP左右。降息预期主导了年底市场交易氛围。

图表 08. 2023 年中国资金市场和、美国债利率涨跌与收益率 (BP, %)



资料来源: WIND 中国银行投资策略研究中心

### 1.2.3 黄金与原油: 避险投资助力黄金上涨, 原油供需博弈宽幅震荡

2023年, 美元金 (伦敦金) 和人民币金分别上涨 10.79% 和 16.14%。人民币金已经连续上涨 5 个季度, 上涨最为流畅, 是这两年人民币资产中表现最好的资产类别。美元金走势略显波折, 在 10 月中旬, 人民币金和美元金涨跌幅一度相差 10% 以上, 原因为人民币金对冲了人民币汇率贬值。黄金上涨的主要原因是其作为信用标尺地位的凸显, 在“去美元”浪潮中对冲功能发挥作用, 引发全球部分央行购金热潮。俄乌冲突、巴以冲突等地缘政治危机, 也助推了避险需求的上升。因此影响黄金价格的传统因素: 即美元实际收益率在 2023 年作用有限, 尤其在上半年并未成为主要因子制约黄金价格上涨, 只是到年末市场交易美元加息结束和降息预期形成阶段, 助推黄金上涨。2023 年黄金价格的运行轨迹如下:

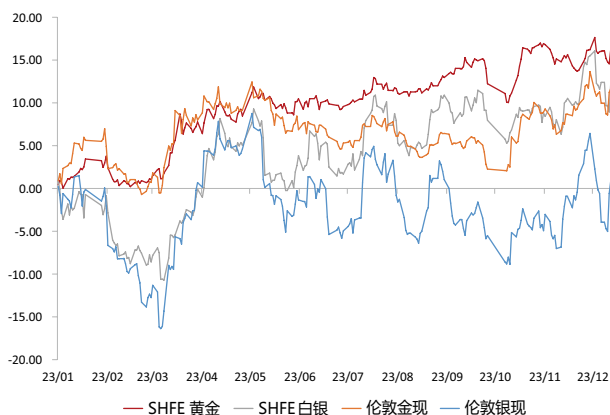
一季度, 1—2 月期间, 金价走势受美联储政策预期影响, 尤其是美联储主席鲍威尔鹰派发言打击了看好政策转向的市场观点, 造成贵金属价格回落。但在 3 月硅谷银行和瑞信事件冲击影响下, 市场避险情绪迅速升温, 美联储降息预期开始酝酿, 金价避险属性得以凸显, 价格快速上涨。一季度伦敦金 (现) 和上海黄金分别上涨 8.0% 和 7.77%, 其中伦敦金价格突破 2000 美元/盎司。黄金的走势反映出美元超发导致其信用受损, 以及国际地缘政治、经贸关系复杂多元的变化趋势。

二季度，美国经济继续增长，通胀进入下行阶段，但速度不及预期，美联储加息政策进入尾部的观察阶段。在此阶段，欧美货币政策依旧偏紧，美债利率仍处高位。美国实际利率已经转正且短期内有进一步上涨趋势，支撑黄金上涨的基本面出现摇摆，黄金走势呈现高位震荡态势。伦敦金二季度振幅达9.1%，整体下跌2.5%。受美元升值影响，人民币金振幅为5.1%，且季度不跌反涨，涨幅为2.03%。

三季度，美联储超市场预期的鹰派表态，让美元强势重回市场。实际利率扩大成为本阶段决定美元黄金价格的主导因素，而美元降息预期和黄金对美元的替代成为次要矛盾。美元金三季度下跌3.69%。因汇率调整，人民币金连续三个季度上涨，三季度上涨2.59%。

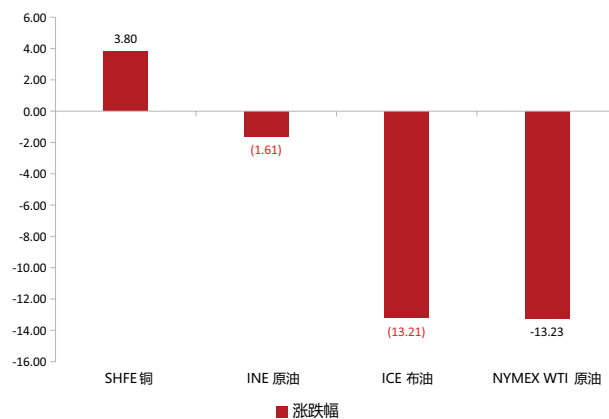
四季度，在美联储“更高利率更长时间”表态巴以冲突影响下，黄金持续上涨。美元金10月上旬上涨9%。稍作停息后，11月美联储暂停加息，引发市场交易降息周期的预期，黄金顺势上涨。四季度伦敦金和人民币金分别上涨9.25%和3.15%。

图表 09. 2023 年黄金、白银走势 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 10. 2023 年主要商品走势 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

2023年，原油走势宽幅波动，全年NYMEX原油、ICE布油和上海原油分别下跌10.55%、10.43%和1.61%。上半年分别下跌12.22%、12.48%和1.21%。受人民币汇率变动影响，上海原油跌幅明显低于美油和布油。原油的涨跌主要是供需两端博弈的结果，OPEC+主动调节产量，在原油价格决定中举足轻重。全年油价的运行节奏如下：

一季度，NYMEX原油、ICE布油和上海原油分别下跌5.68%、6.96%和4.59%。全球高通胀及投资者对高利率的担忧，叠加欧美银行业危机的冲击下，全球经济衰退的预期升温。尽管中国需求回升，但仍难以抵消市场对于原油需求下行担忧。

二季度，NYMEX原油、ICE布油分别下跌6.90%和5.88%，受人民币汇率变动影响，上海原油则上涨3.74%。宏观层面，瑞信和硅谷银行危机解除，市场对银行业危机的担忧缓解。供需层面，伊拉克库尔德地区原油出口受阻，OPEC+意外减产。4月下旬，在减产冲击消退后，市场对衰退的担忧重燃，油价再次从高位回落。5月油价震荡中枢下移，衰退担忧叠加美国债务上限危机，市场避险情绪使油价承压。OPEC+减产原油现货供需不见起色，使得油价进一步下跌。

三季度，OPEC+加大减产力度，沙特和俄罗斯均表示延长减产时间至年底，超出市场的预期。供给减少因素成为主导原油大幅度反弹的核心因素。中国出台多项经济刺激政策，且经济有进一步反弹，市场普遍预期中国原油

需求料有所回升。NYMEX原油、ICE布油和INE（上海）原油分别上涨28.5%、22.15%和31.61%。

四季度，市场对于美国经济软着陆、欧洲经济衰退的预期愈发强烈，叠加中国10月PMI降至荣枯线下，需求端减弱担忧加剧。受沙特放弃减产并与美国达成政治交易的传闻扰动，三季度上涨后获利回吐的共振。四季度NYMEX原油、ICE布油和上海原油分别下跌20.91%、16.54%和23.73%。

### 1.2.4 全球汇市：美元强势不复存在，非美分化涨跌互现

2022年，美元指数宽幅震荡21.0%并升值7.84%；2023年，美元指数在美联储预期引导下全年波幅收敛至7.54%，整体小幅下跌0.87%。非美货币走势分化，涨跌互现。日元是贬值最多的货币，全年贬值6.01%，年内最高贬值到美元兑日元151.91，离2022年10月创下的近33年新高（159.60）仅一步之遥。日元连续三年贬值10%以上，三年累计贬值42%。人民币、澳元相对美元分别贬值3.19%和1.69%。英镑、欧元、加元相对美元分别升值4.86%、1.7%和1.28%。

**美元方面**，上半年美元指数下跌0.11%，非美货币出现明显分化。英镑、欧元、加元相对美元在一季度基础上继续升值，这与上述国家有更高通胀和更强的加息预期有关。日元贬值幅度达到10.05%，其中二季度就贬值8.65%，是两者经济和货币政策相对强弱所致。三季度，随着美国通胀韧性犹存，以及经济强劲增长，美联储紧缩力度超市场预期。在9月议息会议之后，市场接受美联储“更高利率和更长时间”的预期，风险情绪下降，无风险利率继续抬升，对强势美元形成支撑。10年期美债收益率三季度持续上行，带动美元指数再度走强至106以上的高位。非美货币在强势美元影响下，整体表现偏弱。四季度初期，美元继续高歌猛进，但通胀下行，经济数据走软让市场看到加息拐点已至。此后美元指数快速回落，再次回落到2023年初水位线以下。

**人民币方面**，全年走出“N”形走势，下跌1.26%。一季度上涨1.4%，二季度下跌3.87%，三、四季度分别上涨1.26%和0.25%。以上变化主要受人民币兑美元贬值所致。前三季度人民币兑美元贬值5.02%，最高触及7.3682，一季度升值1.15%，二季度贬值5.69%，三季度升值0.53%。虽然在强势美元面前，非美货币难以避免出现贬值，但人民币贬值更多来自中国与欧美货币政策的差异，是各国央行基于经济基本面相机决策的结果。

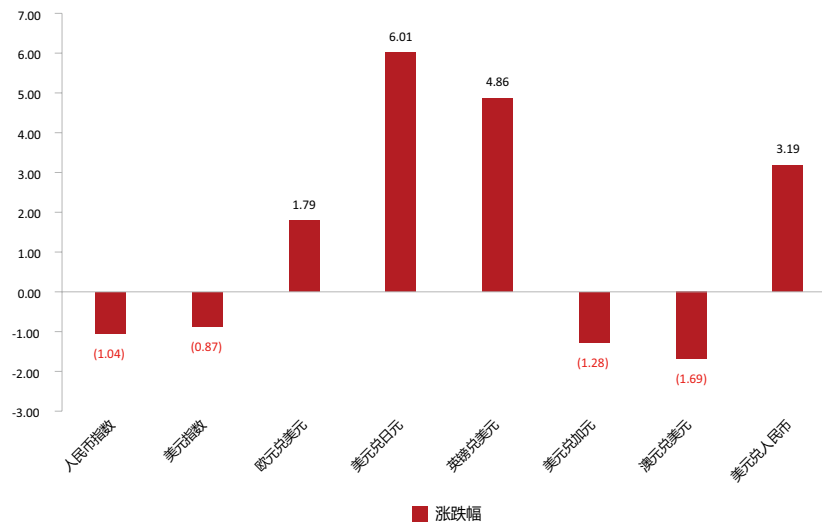
**运行节奏方面**，一季度在经济恢复预期下，中国经济先于全球主要经济体复苏。即使在央行降准、美联储加息预期不断反复以及美欧银行业危机爆发的情况下，人民币汇率表现出避险货币特质。美元兑人民币一季度一度达到6.7水平，人民币指数上涨1.4%，人民币兑美元升值1.15%。

二季度，内需复苏整体呈现偏弱态势，消费、投资、社融等主要数据均不及预期，经济复苏“强预期”迎来的却是“弱现实”。进出口数据虽然结构上有亮点，但难以弥补总量偏弱。5月出口（按美元计）同比出现负增长。二季度人民币指数下跌3.87%，人民币兑美元汇率贬值5.69%。

三季度，随着宏观调控力度明显加大，货币政策与财政政策不断发力，社融、PPI、PMI、社零数据均出现一定程度的边际改善。出口下滑速度也有所收窄。央行在9月召开的外汇市场自律机制专题会议上提出“金融管理部门有能力、有信心、有条件保持人民币汇率基本稳定”，显示出稳定汇率的决心。三季度人民币汇率指数重回升值，上涨1.26%，兑美元也小幅升值0.53%。

四季度，美元指数10月维持在106-107高位对人民币带来贬值压力。但随着11月市场快速转向交易美元降息，人民币空头快速回补，汇率迎来转折，四季度人民币兑美元升值2.76%。尽管人民币相对一揽子货币贬值，但得益于兑美元升值，人民币指数四季度仍上涨0.25%，全年涨跌幅与美元指数不相上下。2020年以来，人民币指数上涨2.29%，兑美元升值11.84%，初步具备全球稳定货币的特征。

■ 图表 11. 2023 年主要货币汇率走势（%）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

## 1.3 策略回顾：战略配置方向看对，战术时机选择到位

### 1.3.1 过往年度策略回顾：战略配置看对方向，战术配置选准时机

#### 1.3.1.1 战略资产配置增减，预判市场运行方向

我行从2018年开始发布全球资产配置白皮书，2024年为第六年连续发布。在过去的五年中，我们用白皮书观点指导客户战略资产配置，尤其是权益和债券的配置比例。以C4客群配置中组合收益的决定性资产类别（权益）配置比例为例，2019年我们认为A股是“转折”之年，看好股票市场机会将权益资产配置比例确定最高为65%；2020年我们认为A股是“从转折到复苏”，继续提高权益资产配置比例至最高69%；2021年我们认为A股是“从复苏到复兴”打破“涨不过三年的魔咒，结束牛短熊长的历史”，但市场贝塔可能不够大，所以我们建议年内逢高逐步降低权益资产配置比例至60%，兑现前三年高配权益的收益；2022年我们认为A股是“复兴之处，强基固本”，A股或小幅下跌，在2月的下跌中及时下调各类组合权益资产配比1%—5%，C4组合权益资产配比调降至55%。2023年我们认为“美元加息强弩之末，全球权益曙光乍现”，将权益资产配置比例再次提高了5%至60%，回顾过往五年，除2023年之外，凡是提高权益资产配比的年度，尤其是大幅提高的年度A股都大幅度上涨，在我们下调权益资产配比的年度，A股都是小幅上涨或者下跌的。这充分说明我们的战略资产配置调整方向与当年市场运行方向是一致的，验证了我们策略预判市场大方向的能力，也就是“中行投策阿尔法”的存在。我们通过在市场好的年度提高权益资产配比提升组合收益，在市场相对较差的年份降低权益配比，降低组合波动。

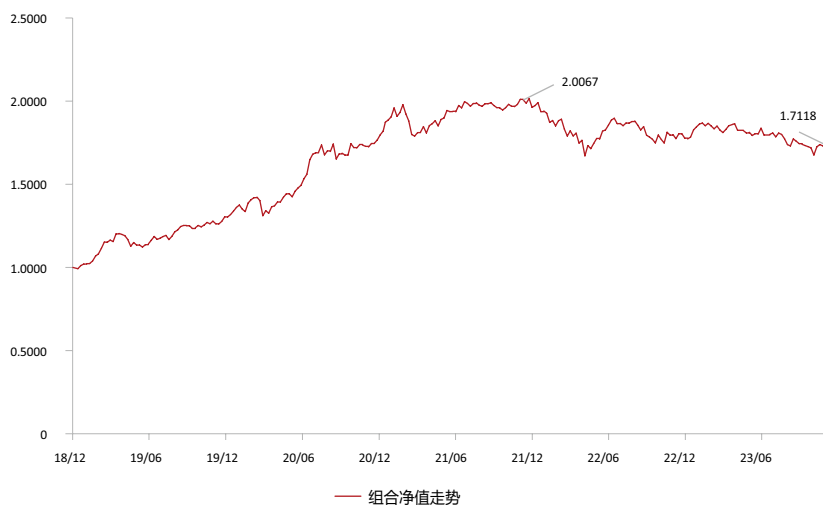
■ 图表 12. 2019 年—2023 年 C4 客群组合权益资产配置及组合收益

2019 年—2023 年 C4 客群组合权益资产配置及组合收益			
年度	权益资产配置比例	同期股票型基金指数涨跌幅	同期我行模拟组合涨跌幅
2019	65.00%	38.15%	38.15% (当年未构建组合)
2020	69.00%	38.63%	40.13%
2021	60.00%	8.00%	9.36%
2022	55.00%	-17.74%	-11.00%
2023	60.00%	-10.64%	-9.42%

资料来源：中国银行投资策略研究中心

2023 年我们提高了权益配置比例，指数目前尚未上涨，但我们依然坚信这是未来几年的底部区域，是需要底部加大权益配置的年份，这样才可以在 2024 年指数上涨时享受战略资产配置的收益。值得一提的近两年我们对战略资产之另类资产—黄金配置的精准把握，按照资产配置传统，黄金作为另类资产在组合中的配比都不太高，目的只是平滑组合波动，间接提升组合收益。而我们从 2022 年 7 月（2022 年三季度策略）开始，把黄金的配置从低配提高到标配；2023 年年度策略（白皮书）中继续增配黄金到超配，各个风险偏好模拟组合中黄金配置比例提高一倍，C4 及以上组合黄金配置比例提高到 10%；2023 年三季度策略中，考虑到权益投资赚钱效应差，同时基于货币对冲、地缘政治避险、美元降息周期开启等利好黄金因素凸显，我们建议阶段性（暂定 2 年）将黄金从配置型资产（另类资产）提升到与股债同等重要的战略大类资产层级，即我们可以将黄金作为赚取收益的收益型资产，而不仅仅是配置与避险，建议客户可以用黄金对权益投资进行阶段性替换，将黄金消费（黄金饰品）视为“避险型投资，储蓄型消费和保值型悦己”，这是一个大胆且现在看来非常正确的尝试，调整之后，上海黄金上涨了 8% 而同期沪深 300 指数跌了 8.87%，这同样可以视为我们战略资产配置的阿尔法。

■ 图表 13. 2019 年—2023 年中银投策战略配置组合收益走势图



资料来源：中国银行投资策略研究中心

### 1.3.1.2 战术配置时机选择，关键时点精准提醒

过去五年，我们一方面通过调整各类战略资产配置创造战略配置阿尔法。2019年1月至2020年4月维持权益比例65%，4月提高权益比例至69%，2021年初获利了结降至60%，2022年一季度再度降低至55%，高位兑现权益收益规避市场下跌的同时，转换到黄金或者债权部分还可以进一步增加收益。2022年以来提高黄金配比至少增厚了1.5%的收益，这些都是中行战略配置调整的阿尔法。图表13展示了我们策略周报C4组合2019年至2023年战略资产配置累计收益率走势图（各大类资产分别用相应的基金指数代替），走势图显示，2019年以来完全按照我们战略资产配置策略购买相应的ETF，5年累计收益可达71.18%，平均年化14.23%，这就是我们战略资产配置收益和战略配置调整阿尔法的共同贡献。另一方面，我们通过战术资产配置选择时机创造阿尔法（此部分没有计入模拟组合）。以“中银投资策略周报”为例，我们根据市场的波动情况，选择最佳的时间布局波动较大的权益资产，降低组合构建成本，长期积累更多的超额收益。图表12中我们做了一个统计，2019年以来，“中银投资策略周报”有13次强烈建议布局权益资产，如果以WIND股票型基金涨跌幅为我们落实建议的收益评价标准，其后达成10%和15%投资目标所用平均时长分别为40和70个交易日。除此之外，我们策略周报在过去五年的几个关键高点也都给出了阶段看空（兑现收益）建议，尽管没有买入建议那么强烈，但这就是我们策略适应当前环境的风格所在。如在2020年7月13日全年指数高点周报提示“快速上涨接近尾声，回归常态震荡整理”；2022年7月4日指数阶段高点周报提示“反弹接近短期均衡区域，围绕中报展开结构行情”；2023年1月30日策略周报提示“短期情绪集中释放，上升斜率或将变缓”表达我们对春季快速上涨阶段尾部的判断，市场随后展开区间震荡等等。我们坚持资产配置和长期投资理念，但在我们认为的阶段高点，我们依然希望投资者一方面可以兑现一些短期收益；另一方面尽可能不在高位时段配置剩余权益资产，而是推迟到我们相对看好的阶段低位时段去配置。综上所述，尽管传统的资产配置理念宣导都讲不可能通过择时创造阿尔法，但我们通过过去几年实践中对各类资产战术资产配置时机的把握，精准及时的提醒确实为投资者创造更多的超额收益，这部分则是中行战术时机选择的阿尔法。

■ 图表 14. 2019 年—2023 年中银投策 13 次明确买入建议及达成盈利目标时长统计表

日期	中银投策中心明确买入观点	10% 止盈 交易日数	15% 止盈 交易日数	10% 止盈 年化收益率	15% 止盈 年化收益率
2019/01/21	政策托底指数盘升，春季行情或已启动	21	26	119.00%	144.20%
2019/06/10	政策工具丰富，调整或近尾声	51	63	49.00%	59.50%
2019/08/12	政策利好削弱恐慌，中国资产再受青睐	55	96	45.50%	39.10%
2019/12/02	基本面传积极信号，围绕年线继续布局	28	49	89.30%	76.50%
2020/02/03	短期深调宜忍耐，中期布局迎良机	8	15	312.50%	250.00%
2020/04/07	政策东风如期而至，反弹时机日渐成熟	43	52	58.10%	72.10%
2020/06/22	震荡攀升趋势继续，结构行情轮动推进	10	14	250.00%	267.90%
2020/07/20	短期风险已释放，震荡修复中盘升	103	113	24.30%	33.20%

日期	中银投策中心明确买入观点	10% 止盈交易日数	15% 止盈交易日数	10% 止盈年化收益率	15% 止盈年化收益率
202/09/28	调整接近箱体下沿, 静待节后选择方向	53	63	47.20%	59.50%
2020/12/14	大盘回踩重要支撑, 有望重回上升通道	16	29	156.30%	129.30%
2021/03/29	短期杀跌接近尾声, 中期分化震荡向上	43	79	58.10%	47.50%
2022/05/09	艰难时刻或已过去, 市场进入反弹窗口期	19	33	141.60%	125.10%
2022/10/26	不一样的 3000 点, 一样的机会, 人生难得又 3000	65	276	46.15%	0.00%
	平均	40	70	107.47%	100.30%
	最大	103	113	312.50%	267.90%
	最小	8	14	24.30%	33.20%

注: 2022 年 10 月 26 日这次建议, 目前尚未实现 15% 止盈目标, 实现止盈天数暂时用截至数据提取日, 止盈年化收益率暂时用 0% 代替

资料来源: 中国银行投资策略研究中心

图表 15. 2019 年—2023 年中银白皮书年度观点和历次精准建议与 WIND 全 A 周线拟合图



资料来源: 中国银行投资策略研究中心

### 1.3.2 2023 年战略配置策略回顾: 全球权益 (除中国) 研判准确, 黄金配置堪称经典

2023 年白皮书, 我们认为在“美元加息强弩之末, 全球权益曙光乍现”宏观主题背景下, 全球大类资产配置顺序为: 权益、黄金、商品、债券。中国经济引领复苏, 稳中求进, 人民币国际化星星之火点燃中国资产全球青睐



之势，全球权益依然优先配置中国股市，超配中国A股（推荐）、中国港股（推荐），港股否极泰来或弹性更大。美国经济或步入衰退，建议先低配美股择机再标配；欧洲经济有韧性且加息放缓，建议标配；日本股市经济弱复苏，估值合理，建议标配，需警惕宽松货币政策转向风险。债市方面，美国通胀见顶回落，美联储加息结束，美债历历史性投资机会，建议先标配择机调高至超配（推荐），中资美元债亦遵循美债相同逻辑。中债方面，经济复苏，权益性价比提升，中债承压，建议先低配（保守），待触及收益率区间上限再调整为标配。贵金属方面，美元强弩之末或现帝国黄昏时刻，黄金将发挥信用标尺作用，长期配置价值凸显，建议先标配择机调至超配（推荐）。原油供需平衡，考虑供给端调控能力强叠加美元转弱建议标配。货币方面，美元加息进程结束，经济渐入衰退，建议先标配择机调至低配（保守）；英国经济持续恶化，建议英镑低配（保守）；日本贸易逆差缩窄，美日国债利差缩窄、避险属性有望回归，建议超配日元（推荐）；欧元、澳元、加元标配；中国经济有望复苏，但外需减弱致出口转弱，人民币中性偏强，建议标配。

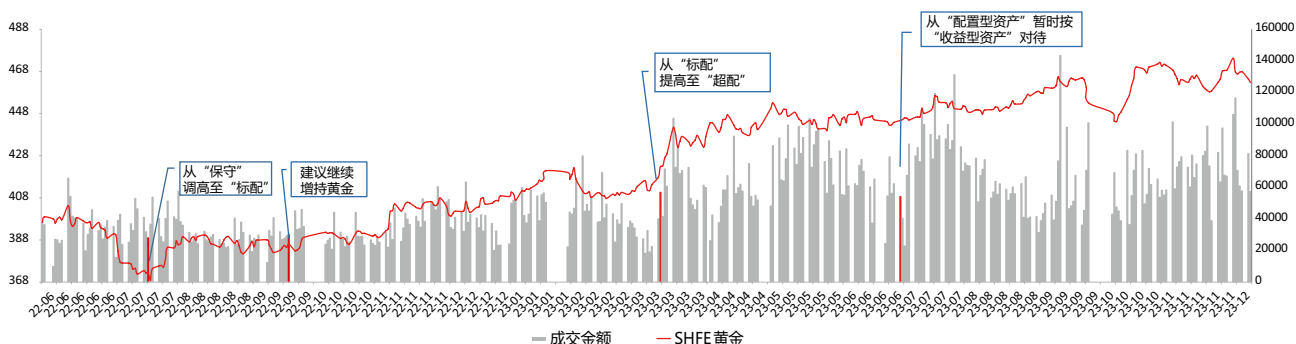
结合市场情况，我们在季度策略报告中对战略资产配置进行了适当修正。我们密切跟踪美国通胀和加息节奏，按照预设条件在预见美联储加息趋势拐点来临前（即市场交易美联储加息拐点），二季度初及时调高黄金配置到超配，建议在二季度末择机将美债从标配调高到超配，三季度将美元从标配调降至保守，英镑从保配调高至标配，日元从超配调降至标配，其他资产保持不变。

从前面的回顾可以看出，2023年全球大类资产涨跌幅顺序为：美国纳斯达克>日本股市>欧洲股市>人民币黄金>美元金>中国债券>INE原油>原油（美油）>中国股市>美债；从全球视角观察，权益、黄金还是2023年表现前两位的资产，涨幅都在10%以上，商品尽管是负收益但也比美债表现要好，完全验证我们白皮书对大类资产的走势研判。但如果把视线转向国内，仅从人民币资产角度观察，大类资产的表现顺序为：人民币金>债券>INE原油>万得全A>恒生指数，除了黄金和债券取得正收益之外，权益和商品均是负收益，黄金是表现最好的资产，而权益则是表现最差的资产，股市的表现与我们白皮书观点偏离较大，虽然我们对国内权益的研判与市场走势出现较大偏差，但看空逻辑不能自洽，我们看好中国股市的逻辑终将得到牛市的验证。

与国内股市研判的偏差不一样，我们对黄金走势的研判可圈可点。在2022年三季度特别强调了黄金的战略投资机会，并在2022年7月13日三季度策略传导会议中提示黄金的底部建仓机会；2023年年度策略（白皮书）中继续增配黄金到超配，并将各个风险偏好模拟组合中黄金配置比例提高一倍（C4及以上组合黄金配置比例提高到10%）；2023年三季度进一步将黄金从配置型资产（另类资产）提升到收益型资产层级，建议投资者进一步加大黄金配置比例并以赚取收益为目标。首次建议加仓至今，黄金上涨27.42%（年化20.57%），最近建议加大黄金配置比例后的2个月黄金上涨了4.48%（年化27%）。2022年以来，我们坚信美元实际收益率与黄金负相关的逻辑不是决定黄金走势的核心因子，而黄金对美元的货币对冲功能，黄金的信用标尺引发的各国央行购金行动、地缘冲突避险才是黄金定价的核心因子，我们对黄金配置节奏的把握堪称经典。

总体来看，我们对2023年的全球战略资产配置观点研判准确，对黄金的配置节奏堪称经典。美中不足的是，我们对于国内权益的看法偏离较大，值得反思。究其原因，我们沿袭过往的政策研判逻辑预测大势，但对投资者信心衰减估计不足，高估了政策与投资者信心之间的正相关性和弹性系数，体现了政策传导机制和定价机制短期存在失灵的情况，这或许是我们未来策略研究面临的巨大挑战。中国股市面临的问题，不是估值和资金，而是投资者信心不足，凸显了“活跃资本市场，提振投资者信心”必要性与重要性。

图表 16. 2022 年以来黄金配置时点建议



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 17. 2023 年经过季度修正后的全球大类资产配置一览表

股票	低配程度		标准配置	超配程度	
	看空	保守	标配	推荐	积极推荐
美国（标普 500）		●	●		
欧洲（DAX, CAC）			●		
英国（富时 100）			●		
日本（日经 225）			●		
中国 A 股（沪深 300）				●	
中国港股（恒生指数）				●	
债券	看空	保守	标配	推荐	积极推荐
美国国债				●	
中资美元债				●	
中国：货币市场			●		
中国：利率债		●	●		
中国：信用债		●	●		
中国：可转债		●	●		
商品	看空	保守	标配	推荐	积极推荐
黄金				●	
白银				●	
原油			●		
外汇	看空	保守	标配	推荐	积极推荐
美元		●			
欧元			●		
英镑			●		

股票	低配程度		标准配置	超配程度	
	看空	保守	标配	推荐	积极推荐
加元			●		
澳元			●		
日元			●		
人民币			●		

注：灰色为预设条件择机调整的方向，红色圆点为二季度修正，绿色为三季度修正，黑色维持年度观点

资料来源：中国银行投资策略研究中心，灰色为预设条件择机调整的方向，红色圆点为二季度修正，绿色为三季度修正，黑色维持年度观点

### 1.3.3 2023年战术配置时机选择回顾：股市择时亮点不多，黄金债市择时尚可

在战略资产配置无法躲避市场系统性风险的情况下，我们通过战术资产配置时机的选择，尽可能降低系统风险的影响。我行通过策略季报、周报来传导战术资产配置思想，在关键时点都给出相对准确及时的操作建议。

鉴于我们对股市的趋势判断与市场出现了偏离，致使对全年股市战术时机选择提示底部偏早，对股市看多的提示偏多而对于看空提示不够，平均战术时机选择位置（指数点位）与全年指数中位数相当，没有太多阿尔法可言。在战术时机选择方面，我们在2022年最后一期周报（12月26日）“短期调整到位，震荡反弹收官”提示跨年度行情开启；2023年策略周报第一期（1月1日）我们以“美元加息强弩之末，权益市场曙光乍现”开启2023年春季行情；策略周报第四期（1月30日）“短期情绪集中释放，上升斜率或将变缓”表达我们对春季快速上涨阶段尾部的判断，市场随后展开区间震荡；回过头来看，这几期周报的研判还是提示到位的。二季度，我们在战术时机选择方面表现不佳，总体基调依然是看好股市，没有在相对高位提示可能的调整风险。但我们在市场下跌至万得全A4900点（上证3200点）一线时，我们都是坚定看多不含糊。比如策略周报第二十期（5月29日）以“大盘接近探明底部，关注机会逆市布局”，建议用宽基指数以及指数增强产品作为低位布局对象，以克服2023年主动管理产品阿尔法丧失普遍跑不过宽基指数的弊端。三季度基于对政策刺激高度信任与期待，我们坚定用实际行动抵制唱空中国经济和中国股市的论调，坚信政策底已经来临，而市场底也正在经济复苏过程中逐步夯实。策略周报第三十七期（9月25日）我们以“大盘演绎二次探底，底部震荡接近尾声”，再次呼吁投资者重视大盘底部的投资机会，现在看来我们确实低估了北向资金流出的压力，同时也对政策传导效果预期过高。四季度，我们用“活跃市场提振信心任重道远，中国股市肩负重任使命必达”再次表达对中国股市的坚定信心。策略周报第四十期（10月23日）以“大盘演绎至关键点位，市场底或近在咫尺”，强调反弹一触即发，建议在上证3000点（万得全A4400点）以下积极布局，此后大盘确实反弹了6%左右然后回落，但此位置还是指数年内最低位置。从这个角度来说我们面对市场极度恐慌敢于看多做多也算做到了专业机构应有的理性客观、有胆有识，如果后续指数能够在此位置上涨10%，这无疑又会成为我们战术配置的一次经典操作。

我们2023年战术配置的亮点还是在黄金和债券上，尤其是黄金。我们对黄金的战略配置方向确认正确，尽管方向看涨并不是每个时段都无脑买入，我们依然在2023年5月、7月、9月产品排期会上建议不要追高买入黄金，需等待后续回调时再布局，这几次提示后都有3%-5%的低位布局机会，把战术配置时机精细化到最佳，2023年我们对黄金的战术时机更加优秀。债券方面，我们在三季度策略中提示了对国内债市调整的担忧，9月初10年期国债收益率在触及2.55%一线后一个月上行了25BP，引发债券类产品净值调整，这是我们战术时机选择阿尔法的一些有益尝试和例证。

■ 图表 18. 2023 年投资策略与 WIND 全 A 走势拟合图

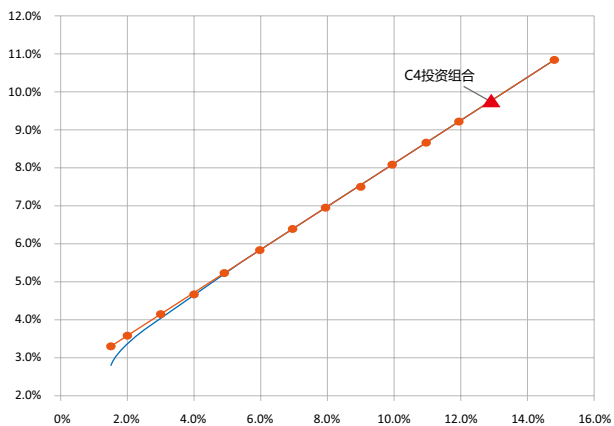


资料来源：中国银行投资策略研究中心

### 1.3.4 模拟组合表现：权益资产下跌拖累，组合跑赢基准仍亏钱

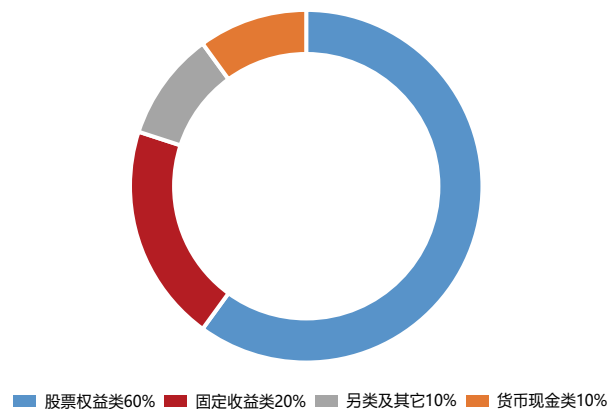
尽管我们的战略资产配置和战术资产配置时机选择在过去四年创造了比较大的“中银投策超额收益”，就是“中银投策阿尔法”。但年度模拟组合作为ETF拟合的战略资产配置是很难将这些超额收益体现出来的。按照我行2023年白皮书对不同风险偏好客群大类资产配置比例，我们用大类资产指数和行业ETF组合模拟几类客群策略组合的收益走势情况，展示如下：

■ 图表 19. 2023 年 C4 及以上组合表现 (%)



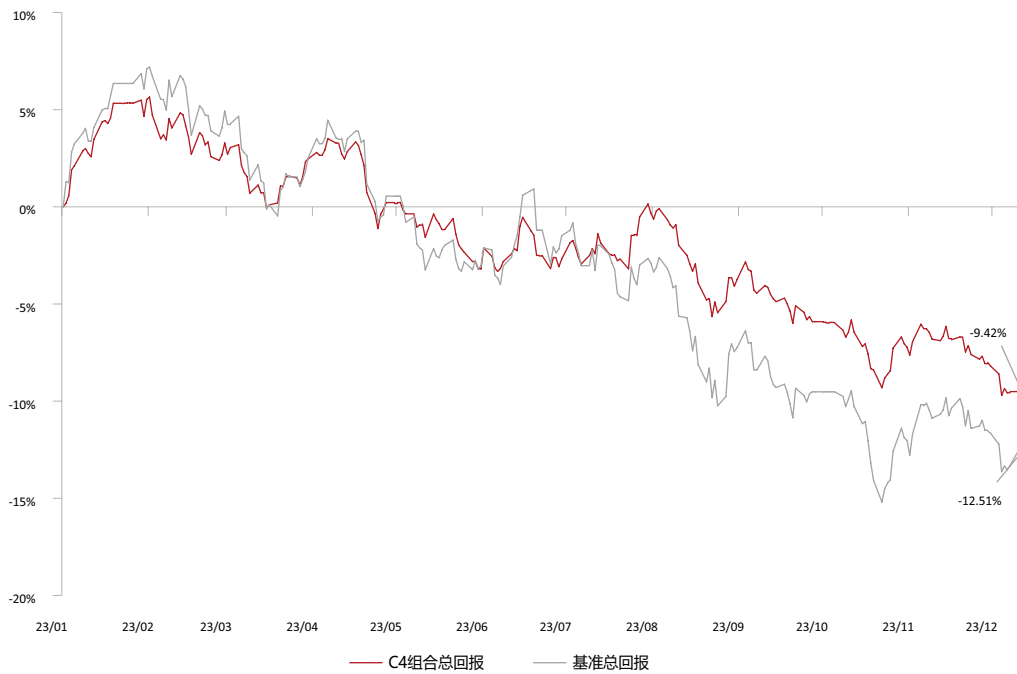
资料来源：中国银行投资策略研究中心

■ 图表 20. 2023 年 C4 及以上组合战略资产配置比例 (%)



资料来源：中国银行投资策略研究中心

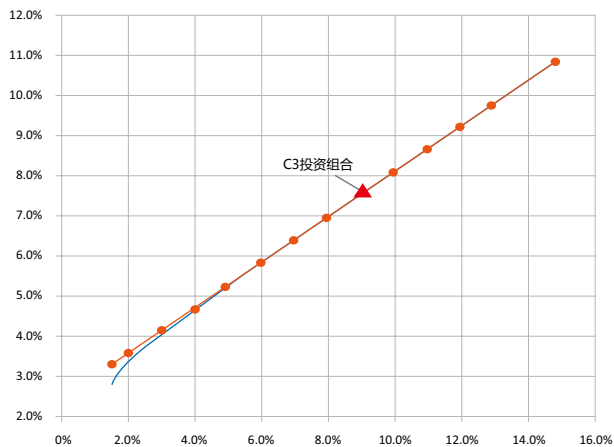
■ 图表 21. 2023 年 C4 及以上组合战术资产配置



资料来源：中国银行投资策略研究中心

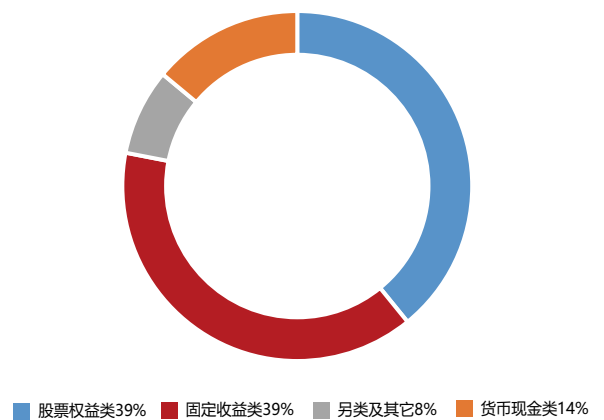
2023年我行C4及以上模拟组合绝对收益-9.42%，同期比较基准下跌12.51%，组合跑赢比较基准3.09%。

■ 图表 22. 2023 年 C3 及以上组合表现 (%)



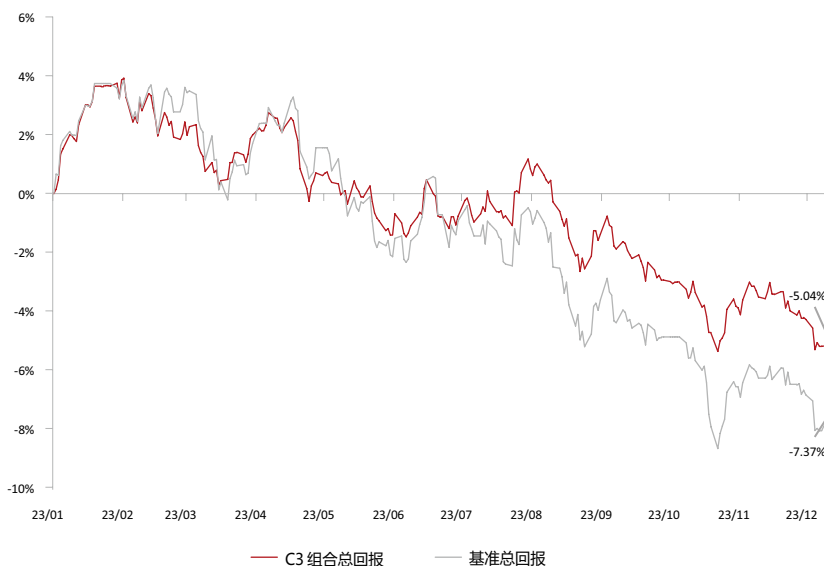
资料来源：中国银行投资策略研究中心

■ 图表 23. 2023 年 C3 及以上组合战略资产配置比例 (%)



资料来源：中国银行投资策略研究中心

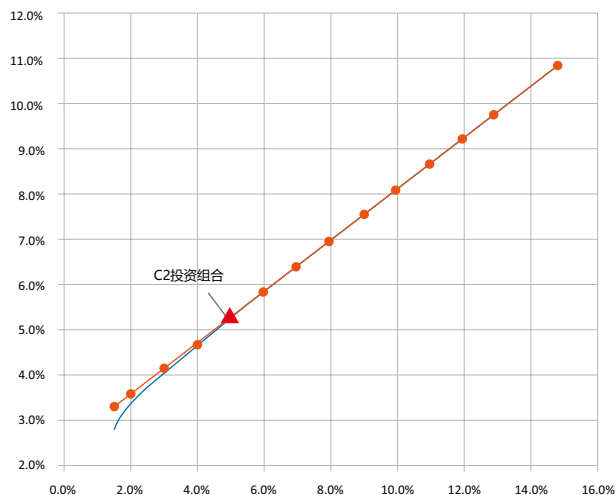
■ 图表 24. 2023 年 C3 组合战术资产配置



资料来源: 中国银行投资策略研究中心

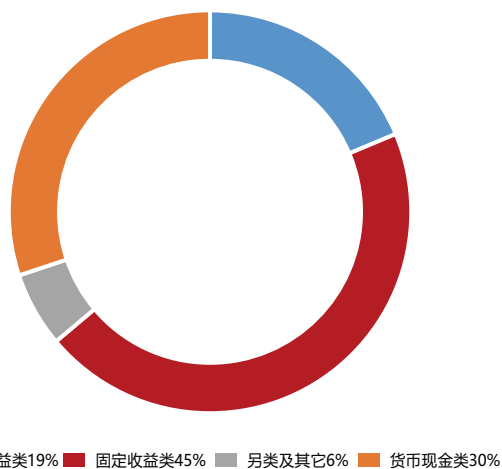
2023年我行C3模拟组合绝对收益-5.04%，同期比较基准下跌7.37%，组合跑赢比较基准2.33%。

■ 图表 25. 2023 年 C2 及以上组合表现 (%)



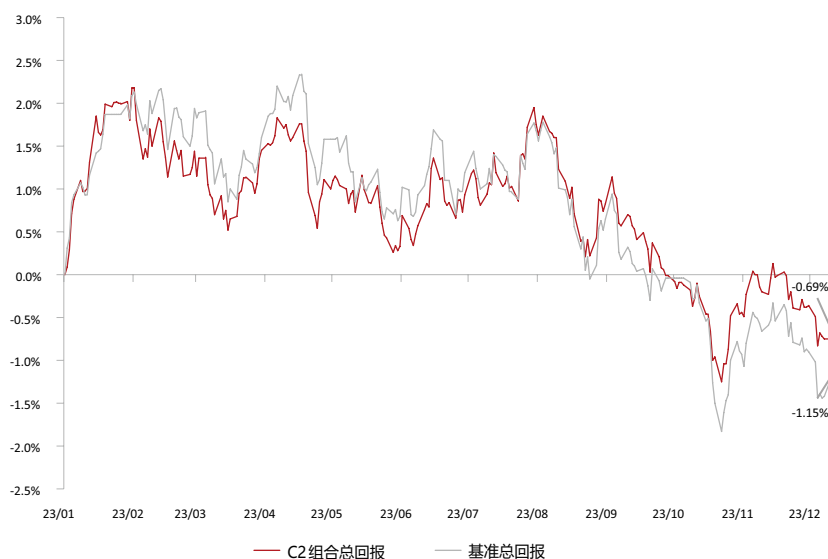
资料来源: 中国银行投资策略研究中心

■ 图表 26. 2023 年 C2 及以上组合战略资产配置比例 (%)



资料来源: 中国银行投资策略研究中心

图表 27. 2023 年 C2 组合战术资产配置

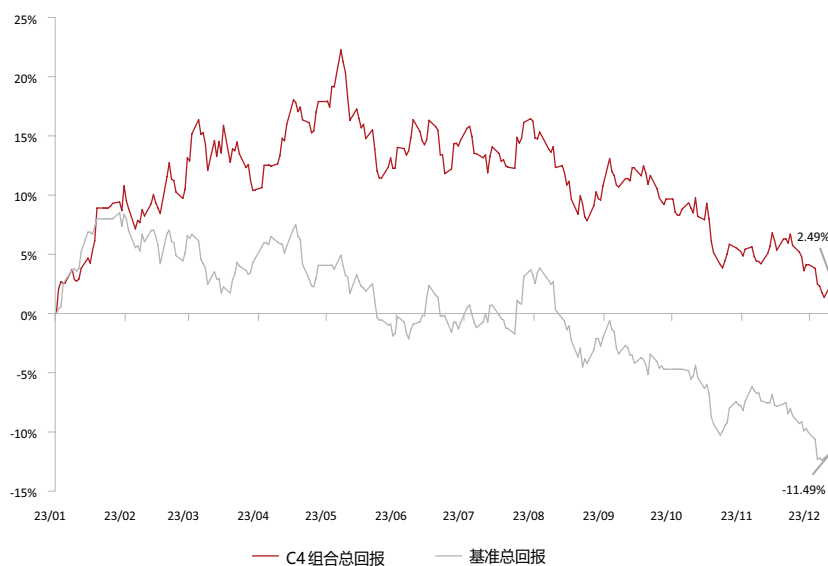


资料来源：中国银行投资策略研究中心

2023年我行C2模拟组合绝对收益-0.69%，同期比较基准下跌1.15%，组合跑赢比较基准0.46%。

除了以上示范组合之外，2023年我们响应监管号召，构建了中国银行“中特估”组合，组合收益2.49%，而同期比较基准下跌11.49%，是唯一取得正收益的组合。

图表 28. 2023 年中国银行“中特估”组合回报率



资料来源：中国银行投资策略研究中心

总体来看, 2023年三个模拟组合均大幅度跑赢比较基准, 但遗憾的是都没有取得正收益。C4、C3组合连续两年录得负收益, 回吐了2020年以来绝大部分收益, 但2019年积累的收益尚存, 可见做资产配置确实艰难。在国内权益缺乏长期稳定赚钱效应的情况下, 资产配置挑战更大, 这或许是2023年投资者信心难以树立的原因, 但作为国有大行, 我们依然建议用资产配置理念和长期投资思想指导投资者财富管理。如果坚持长期投资, 2019年至今我们模拟组合年化收益率约为14.13%, 5年的平均收益仍然超过存款。2023年唯一亮点是我们的“中特估”组合, 在权益市场绝大多数产品亏损, 半数以上大幅亏损的情况下, “中特估”组合仍然录得2.49%的正收益。这说明积极响应监管倡导的红利所在, 也说明中国核心资产的长期投资价值在市场整体缺乏赚钱效应时, 挺起了中国优质资产的脊梁。





# 宏观 篇

## 全球复苏迟缓， 中国以进促稳

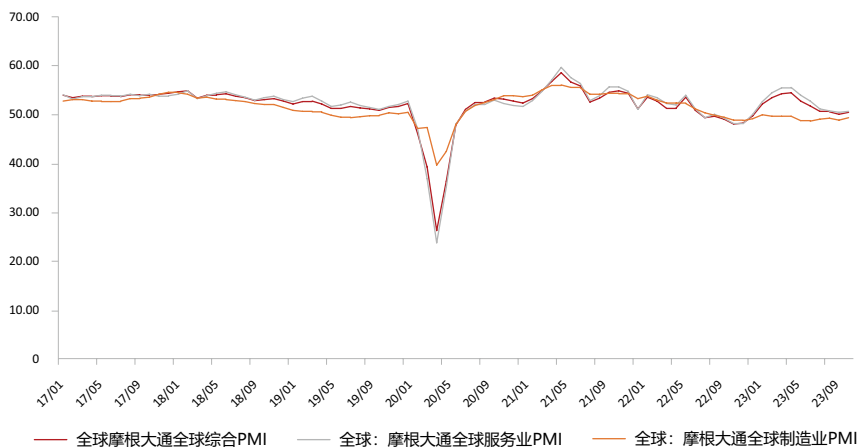
2024年，美联储加息结束，降息周期开启，全球流动性拐点到来，全球经济复苏迟缓，下半年或存共振可能。中国经济以进促稳、温和复苏，CPI小幅上行，PPI触底回升或转正，货币政策灵活适度、精准有效，财政政策适度加力、提质增效。美国经济逐渐降温回归至“潜在增速”，有浅衰退可能，欧洲经济或步入衰退。

## 2.1 全球格局：复苏温和，等待流动性拐点

### 2.1.1 全球经济：复苏依然迟缓，下半年或存共振可能

2023年，全球经济复苏依然较为迟缓。摩根大通全球制造业PMI在2022年9月跌破荣枯线后，至截稿时均运行在荣枯线下方。全球服务业景气程度相对略好，2023年11月摩根大通全球服务业PMI为50.6，但从5月以来也呈下行趋势。

■ 图表 29. 全球制造业 PMI 持续位于荣枯线下方 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

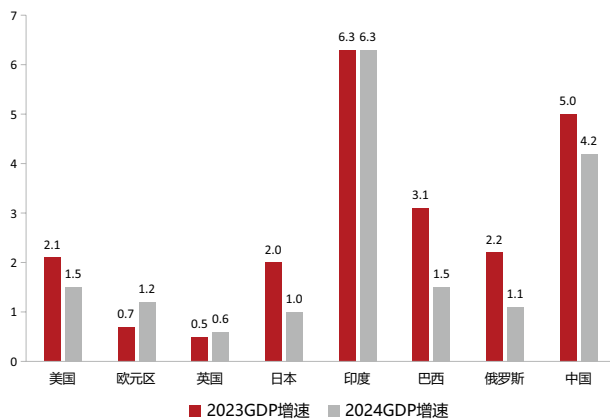
IMF在2024年《世界经济展望》中预测全球经济增长2.9%，预期依然较为疲弱。2010年以来，全球经济增长仅在2019年和2020年低于3%。IMF指出，全球经济恢复缓慢，既有地缘危机，以及逆全球化的长期影响，也有高通胀导致的货币、财政政策滞后效应，以及极端天气等周期因素。尽管全球经济“硬着陆”概率较低，但依然存在下行风险。

■ 图表 30. IMF 预测 2024 年全球经济增长放缓 (%)



资料来源：IMF，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 31. IMF 预测主要经济体中多数 2024 年增速低于 2023 年 (%)

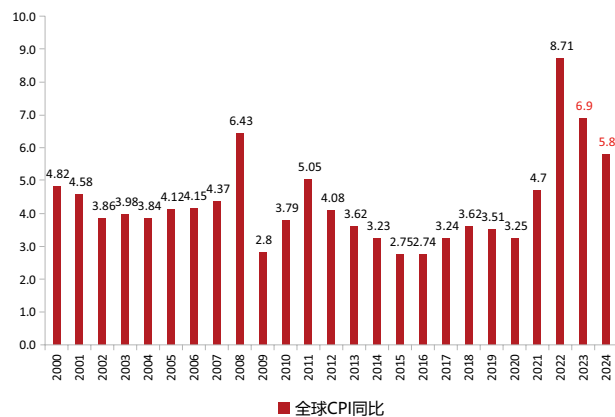


资料来源：IMF，中国银行投资策略研究中心

IMF 预测 2024 年发达经济体 GDP 增长 1.4%，发展中国家经济体增长 4.0%。主要国家经济增速多数较 2023 年有所下行，仅印度、欧元区、英国等例外。美国经济增速下降至 1.5%，日本下降至 1.0%，巴西下降至 1.5%，俄罗斯下降至 1.1%。印度经济增速 2023 年和 2024 年均维持在 6.3%，欧元区上升至 2024 年的 1.2%，英国经济上行至 0.6%。

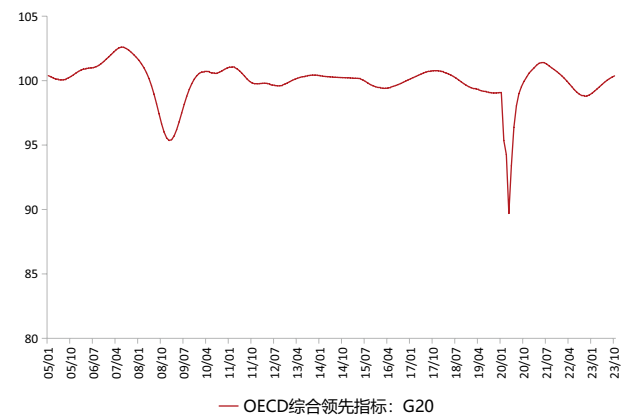
在全球经济增长放缓的同时，通胀逐渐从高位回落，但绝对水平依然不低。IMF 预测 2023 年全球 CPI 同比增速从 2022 年的 8.7% 回落至 6.9%，2024 年将回落至 5.8%。通胀逐步回落意味着全球货币政策的收紧进程即将结束，2024 年有望迎来流动性拐点。

■ 图表 32. IMF 预测 2024 年全球通胀继续回落但仍在偏高水平 (%)



资料来源：IMF，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 33. OECD 综合领先指标已开始上行 (%)



资料来源：OECD，中国银行投资策略研究中心

尽管全球增长依然相对疲弱，但 G20 国家的 OECD 综合领先指标在 2023 年 7 月回到 100 上方，此后继续上行，显示全球经济仍在复苏趋势中。通胀目前已逐步回落，若 2024 年全球货币政策取向发生变化，不排除 2024 年下半年主要经济体经济周期再度共振，进而驱动新一轮经济增长的可能性。

### 2.1.2 全球政策：加息进程临近终点，流动性拐点将至

2023 年，全球通胀逐步回落但仍维持较高水平。以美联储为代表的全球央行上半年延续加息进程。美联储于 2023 年 2 月、3 月、5 月和 7 月连续 4 次加息 100BP，将联邦基金目标利率自 4.25%—4.5% 提高到 5.25%—5.5%。欧洲央行于 2 月、3 月、5 月、6 月、8 月和 9 月 6 次加息，将主要再融资利率自 2.5% 提升至 4.5%。

在持续快速加息后，随着通胀放缓，美联储在 9 月、11 月暂停加息。欧洲央行也从 10 月起暂停加息。从 9 月开始，美联储强调将综合考虑货币政策紧缩的滞后效应，以及经济和金融状况来决定后续货币政策进一步收紧的空间。美联储主席鲍威尔表态，后续行动将取决于经济数据。尽管美联储表态始终维持后续加息可能，但随着近期劳动力市场和通胀均出现放缓迹象，美联储加息或已结束。

综合看，尽管美、欧央行均对后续是否继续加息持开放态度，表态取决于通胀数据。但随着美、欧通胀均已明显放缓，始于 2022 年的这一轮加息进程大概率已临近终点。2024 年年中或将看到美联储的降息。除日本央行外，全球其他主要央行预计也将跟随美联储开始降息。据此，全球流动性拐点即将到来，将对全球增长构成驱动。

## 2.2 中国经济：以进促稳，温和复苏

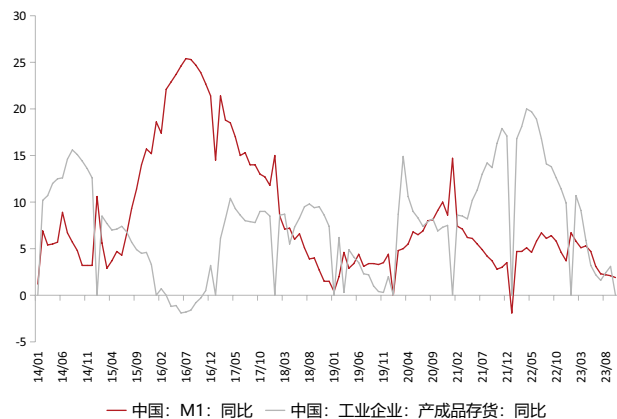
2023年，中国经济持续恢复，增速逐步企稳，服务消费基本恢复到2019年水平，内生动力不断增强，但基础仍不稳固。全球通胀高企下利率上行，国内经济实体的资产负债表承压，社会预期偏弱下市场主体投资意愿下降，导致总需求不足。尽管市场预计2023年GDP增速有望恢复至5.2%左右，但2022-2023平均增长速度仅约4.1%，低于潜在增速，中国经济还需政策进一步发力稳增长。

展望2024年，在信心修复持续、房地产调整周期尚未见底、国内大循环存在堵点、外部环境复杂严峻仍面临较大不确定性的情况下，中国经济稳增长、调结构、促进经济高质量发展的任务依然较重。10月24日，中央财政明确将在四季度增发国债1万亿元，财政政策适度加力提质增效，积极的财政政策有望全面回归。美联储加息周期已进尾声，为我国货币政策加码宽松打开空间，国内流动性将保持合理充裕。2024年经济有望维持4.5%-5%的增长率，向潜在增速收敛，CPI上行动能将进一步积蓄。

### 2.2.1 宏观经济基本面

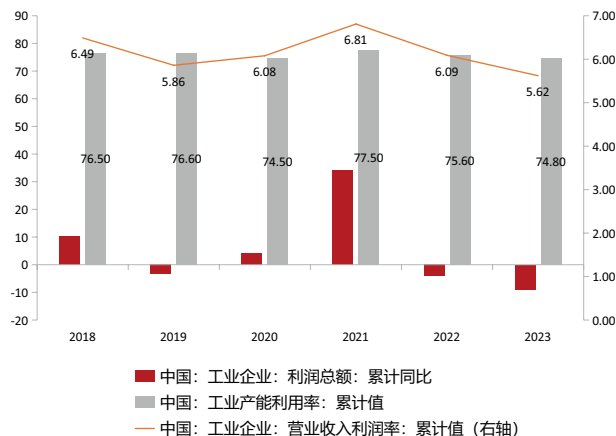
2023年以来，实体经济部门仍然处在资产负债表修复阶段。受外需下行、房地产深度调整等因素影响，企业部门盈利下降。规模以上工业企业营业收入利润率，由2018年6.49%下降至2023年9月的5.62%，工业企业利润从10.3%下降至-9%，工业产能利用率从76.5%下降至74.8%。企业投资意愿下降，M1增速持续走低，也表明企业生产活跃度处于较低状态，存货同比下降，处于被动去库存阶段。预期偏弱、投资回报率下降，造成企业融资意愿不强。

图表 34. M1 与企业产成品存货同比 (%)



资料来源: WIND, 中国银行投资策略研究中心

图表 35. 工业企业利润和产能利用率 (%)

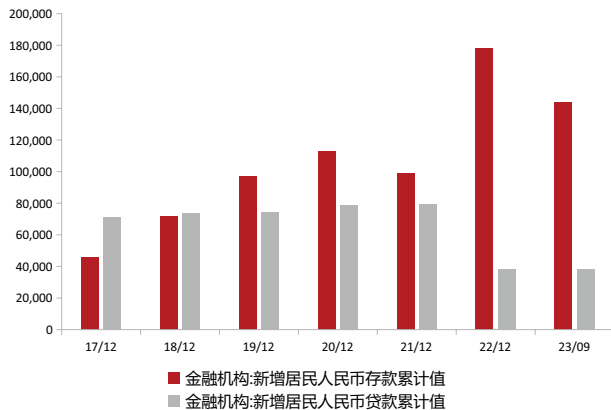


资料来源: WIND, 中国银行投资策略研究中心

居民部门对未来收入预期下降，倾向增加储蓄、提前还贷。尽管2023年银行存款利率不断下降，前三季度居民存款依然新增14.4万亿元，股票、理财、房地产在居民资产负债表中的比重减少。2021年以来，居民新增贷款余额显著回落，其中短期贷款受收入预期影响下降，中长期贷款则主要受房地产市场调整影响，居民加杠杆意愿减

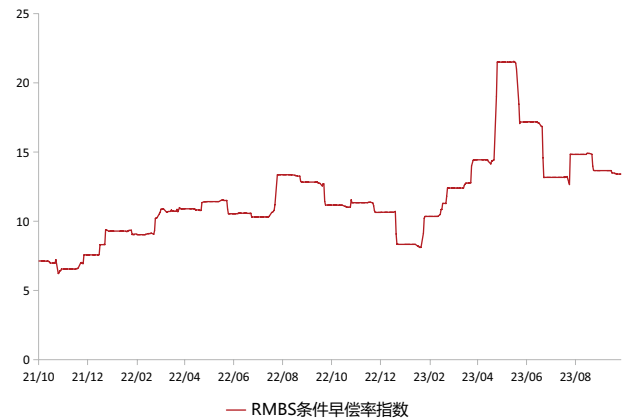
弱。投资回报率下降的同时，存量房贷利率水平仍然维持较高水平，导致提前还贷势头明显。6月RMBS早偿率指数曾一度上升至20%以上，后续随着房贷利率的调整，贷款早偿情况有所缓解，但仍高于往年平均水平。

图表 36. 居民新增存贷款（亿元）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

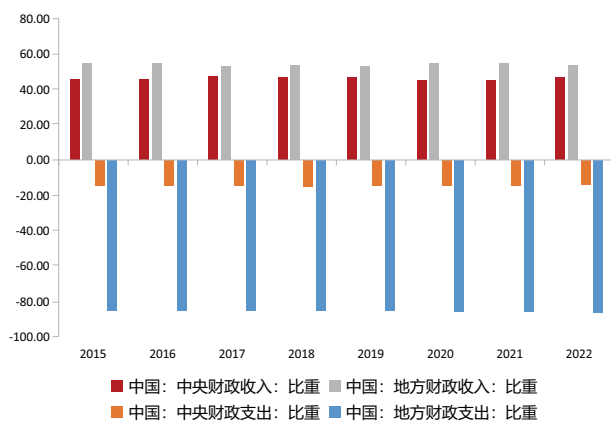
图表 37. RMBS 早偿率（%）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

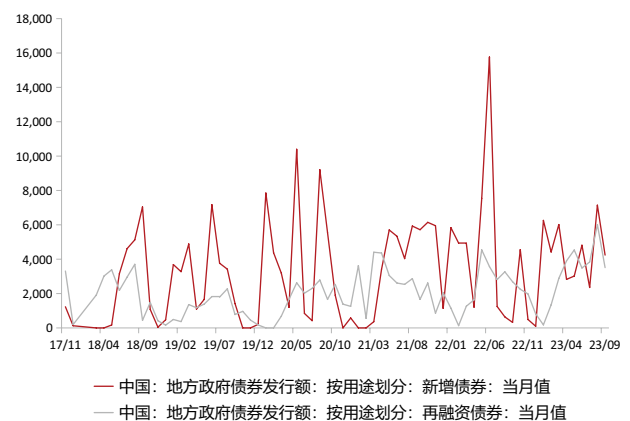
近年来，地方政府受综合政绩考核因素影响，承担了更多的逆周期宏观调控职责。在2000年的财政支出中，中央和地方的比重分别为34.70%和65.30%。2022年，中央和地方的比重则分别为13.65%和86.35%。地方债务规模快速攀升，截至2022年末，地方政府债券余额为35万亿，城投有息负债总额61.9万亿元（其中城投债余额15.4万亿元，借款41.6万亿元，非标余额与其他4.9万亿元），国债余额则为25.87万亿。随着房地产市场景气度的下滑，土地拍卖市场也呈现降温趋势，导致土地出让收入承压。数据显示，2023年1-9月，全国政府性基金预算收入38,683亿元，同比下降15.7%。分中央和地方看，中央政府性基金预算收入3,048亿元，同比下降7.9%；地方政府性基金预算本级收入35,635亿元，同比下降16.3%。其中，国有土地使用权出让收入30,875亿元，同比下降19.8%。新发地方政府债券中，再融资债比例不断上升，债务压力显现。

图表 38. 财政收入及财政支出的中央地方占比（%）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

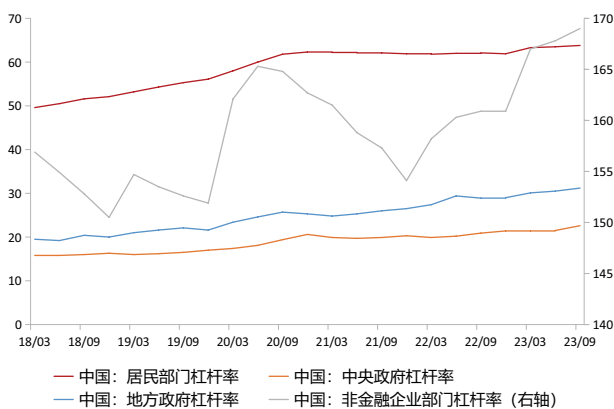
图表 39. 地方政府新发债构成（亿元）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

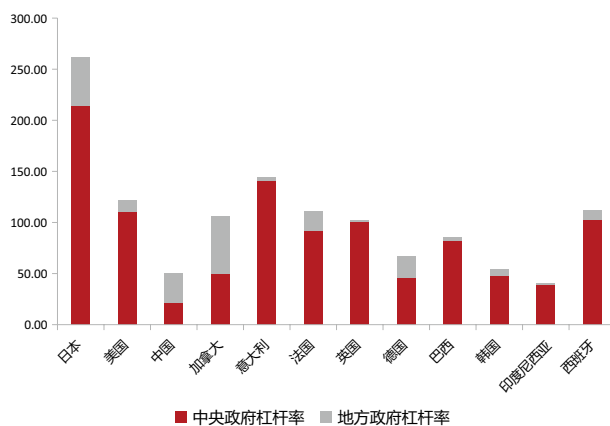
我国财政赤字率基本控制在3%的软约束以内，杠杆率低于主要发达国家。截至2022年末，我国政府杠杆率为50.40%，其中中央政府债务比重占42%，地方政府债务占58%。如果把城投有息负债算入地方政府债务，则中央政府债务占政府总债务比重更低。根据IMF的“全球债务数据库”数据计算，2022年，全球各国中央政府债务占政府总债务比重的平均数为89%，中位数为96%，换言之，世界上大多数国家的政府债务主要是中央政府债务，我国中央财政有较大空间。近年来，我国经济面临总需求不足的问题，居民和企业加杠杆的意愿较弱，地方政府债务偏高。中央政府有能力加杠杆，实现经济逆周期调控。2023年10月以来，财政增发1万亿国债、特殊再融资债发行和中央金融工作会议都释放了“加杠杆”信号。预计2024年赤字率有望继续突破3%的软约束，积极的财政政策有望推动经济增长回归至潜在水平。

■ 图表 40. 实体部门杠杆率 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

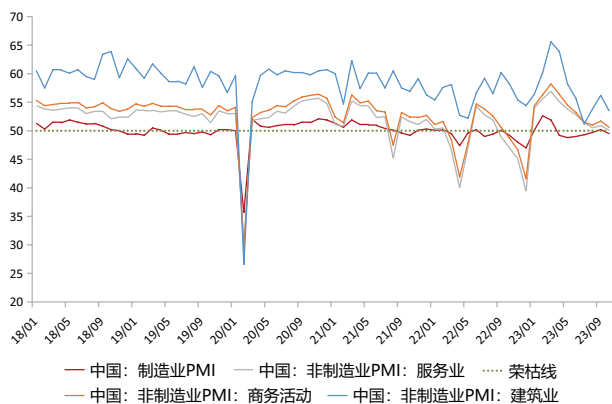
■ 图表 41. 2022 年世界各国政府杠杆率 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

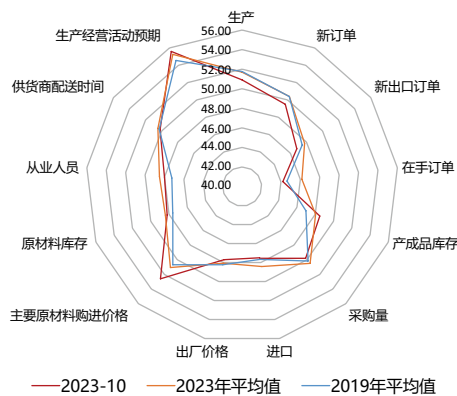
从经济景气指标PMI看，2023年非制造业强于制造业。制造业PMI一季度连续3个月运行在50荣枯线以上，之后基本落入收缩区间。受主要经济体持续的通胀压力，地缘政治冲突因素困扰全球经济复苏的影响，我国出口下降。从PMI分项指数看，2023年10月在手订单、新出口订单和生产指数均低于均值，也表明制造业市场需求仍显不足，基础还需要进一步巩固。从企业预期看，制造业企业的生产经营活动预期指数为55.6%。近期工业生产呈现稳中有升的态势，规模以上工业企业利润实现同比增长，生产积极性有所提升。

■ 图表 42. PMI 指数 (%)



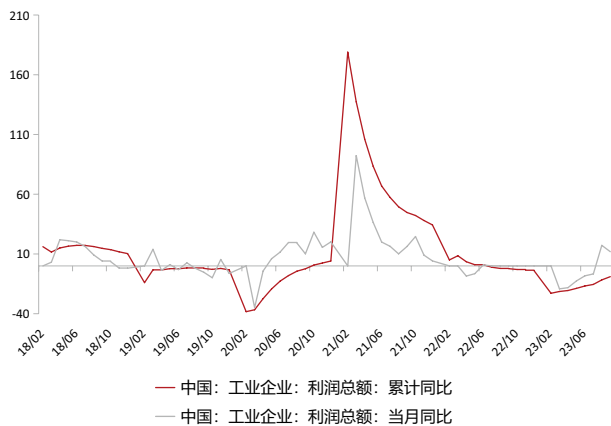
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 43. 制造业 PMI 分项指数 (%)



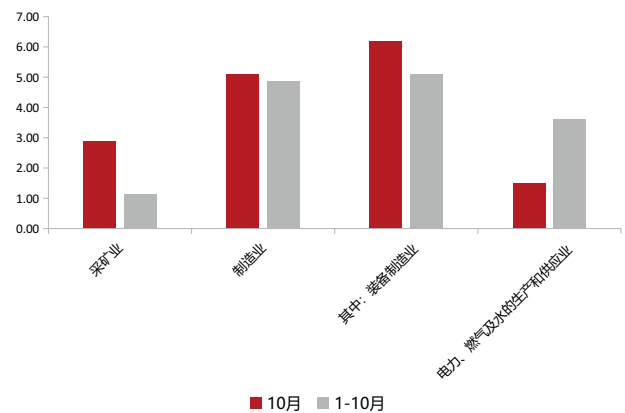
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 44. 规模以上工业利润 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 45. 分行业规模以上工业增加值 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

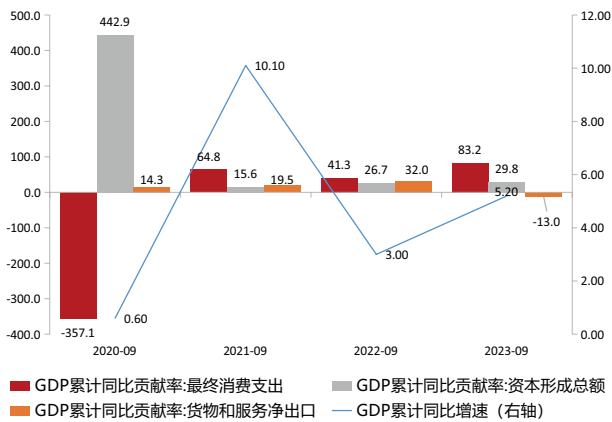
### 2.2.1.1 投资继续发挥托底经济的关键作用

2023年前三季度，最终消费支出对经济增长贡献率是83.2%，拉动GDP增长约4.4%；资本形成总额对经济增长贡献率是29.8%，拉动增长约1.6%；货物和服务净出口对经济增长贡献率是-13.0%，拉低约0.7%。在当前全球经济放缓、地缘政治日趋复杂的环境下，我国靠内需增长抵消外需走弱对经济的影响。2024年，投资将继续发挥托底经济的关键作用，只有扩大国内需求，才能扎实稳住实体经济。

基础设施投资发力稳增长。当前房地产调整周期尚未结束，预计基建投资将作为对冲地产投资下行压力的政策抓手，发挥逆周期调节和对冲作用。2023年四季度1万亿国债发行，通过转移支付划转地方，主要用于地方防洪排涝基础设施等重大项目的修复和加强。另外，预计2024年地方政府专项债限额将有3.8万亿（略高于2023年3.65万亿），如果按照60%的限额提前下达，将为2024年基建投资和总需求带来较大提振。同时，2022年以来，政策性金融工具的出台，成为支撑基建等重大项目的重要来源，通过发挥政府投资杠杆作用，有效撬动社会投资，托底基建投资。不过，部分省城投平台进入化债模式，其投资扩张将受约束，对基建投资有一定抑制作用。预计2024年基建投资将保持中高增速，与2023年1-10月8.3%的水平大致接近。

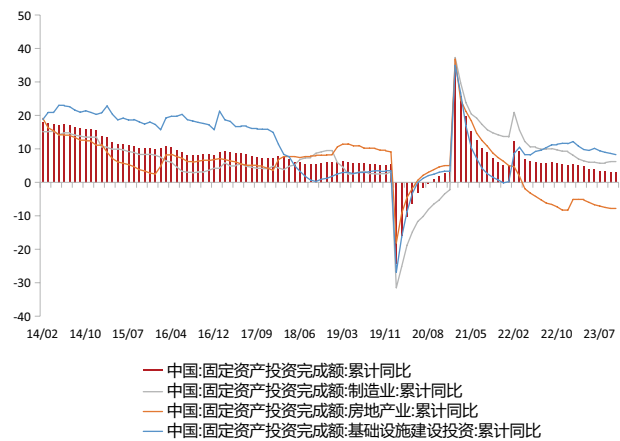
制造业投资有望仍保持较高增速。2023年1-10月制造业投资同比增长6.2%，高技术制造业投资增长11.3%，为新动能成长壮大打下了较好基础。近年来，国家在振兴装备制造业，发展高端制造业，发展战略性新兴产业等方面密集出台了诸多政策和配套措施，“十四五”规划更是将提高制造业创新能力、推进两化融合、主攻智能制造上升为国家战略。统筹发展与安全，意味着强链补链和产业基础再造已成为制造业投资的新动能。在外需上升及国内政策双重利好的推动下，制造业过去三年保持较高增速。当前金融机构在贷款准入、贷款授信、担保和还款方式创新、利率优惠等金融服务方面给予制造业重点支持，2024年制造业投资有望保持相对较高的增速。

■ 图表 46. GDP 累计同比贡献率 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 47. 固定资产投资累计同比增长 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

房地产周期调整尚未结束。我国房地产业目前处于周期性调整阶段。国家统计局在2023年11月15日公布的数据显示，1-10月份，全国房地产开发投资同比下降9.3%，降幅比1-9月份继续扩大0.2%，商品房销售面积下降7.8%，商品房销售额下降4.9%。当前，房地产供求关系已出现重大变化，房地产行业已经成为制约中国经济增长的最大拖累。尽管地产相关政策持续放松，但市场对于房价形成下跌预期，购房意愿下降。2021年、2022年、2023年1-10月商品房销售面积分别为17.9亿、13.6亿、9.3亿平方米，销售断崖式下跌，进而地产企业大幅缩减了开工面积。2021年、2022年、2023年1-10月房地产新开工面积分别为19.89亿、12.1亿、7.91亿平方米，这也意味着2024年房地产投资仍有较大降幅。

■ 图表 48. 2023 年 8 月房贷政策放松组合拳

时间	认房认贷标准	首付比例				首套全国层面房贷利率下限	二套全国层面房贷利率下限	LPR
		首套(限购)	首套(非限购)	二套(限购)	二套(非限购)			
2023年8月之前	认房又认贷	30%	20%	40%	30%	LPR-20BP (若新建商品住宅销售价格环比和同比均连续3个月下降,可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限)	LPR+60BP	1年 3.65% 5年 4.3%
2023年8月之后	认房不认贷	20%		30%		LPR-20BP (存量可置换,不低于原贷款发放时所在地下限)	LPR+20BP	1年 3.45% 5年 4.2%
(各城市自主确定辖区内各城市首套和二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例和利率下限)								

备注：商业性个人住房贷款利率采用“三层定价机制”：一是全国层面，人民银行、全国金融监管总局（原银保监会）确定全国层面贷款利率政策下限；二是地方层面，各城市政府在全国层面的政策底线基础上，按照“因城施策”原则确定当地商业性个人住房贷款利率下限；三是商业银行层面，商业银行综合考虑资金成本、信用风险等因素，与借款人协商确定具体利率水平。

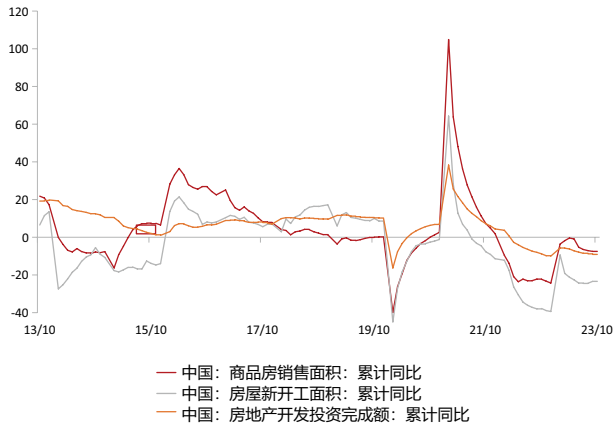
个人住房公积金贷款利率由人民银行确定并公布。

资料来源：中国人民银行，中国银行投资策略研究中心



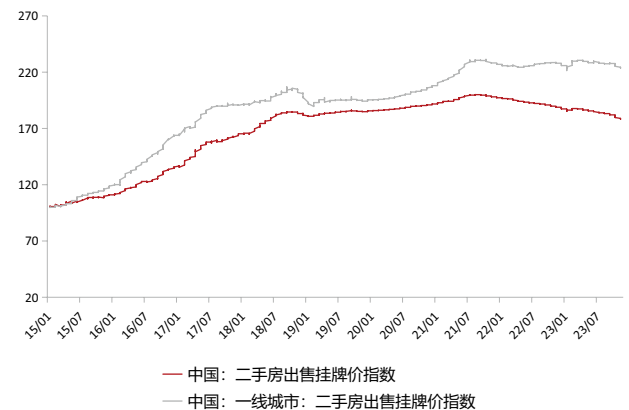
破解房地产发展难题，需要构建房地产新发展模式。2023年10月底举行的中央金融工作会议提出加快包括保障性住房、城中村改造和急需用基础设施的“三大工程”建设，有望成为房地产新模式的重要抓手。如果央行通过抵押补充贷款（PSL）等政策工具，分阶段通过政策性银行提供中长期低成本资金来支持“三大工程”建设，不仅可以形成新的投资和住房消费需求，也可对相关上、下游及文旅、医疗、康养等产业投资和消费产生巨大拉动作用。

■ 图表 49. 房地产投资与新开工及销售数据 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 50. 二手房价格指数 (2015年1月4日=100)

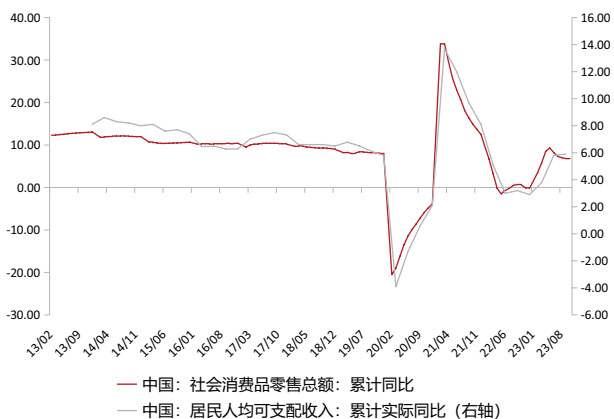


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 2.2.1.2 消费恢复成为经济复苏的关键

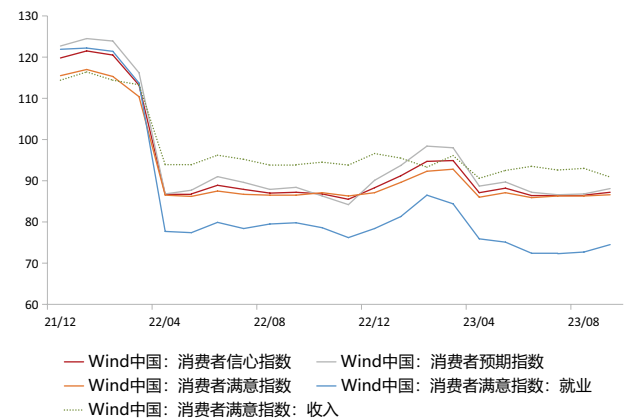
随着居民人均可支配收入底部回升，2023年1-10月份，社会消费品零售总额385,440亿元，同比增长6.9%。但2019年10月至2023年10月连续4年复合增长率仅3.6%，消费增长还需释放潜力。2023年1-10月份居民在粮油食品类、日用品类的消费支出较2019年同期出现上升，分别由2019年1-10月的10.62%、4.36%上升至2023年同期的11.58%、4.61%。建筑及装潢材料类占比由2019年1-10月的1.47%下降至2023年同期0.95%。消费者信心指数、预期指数和满意指数从2023年7月开始已经连续3个月出现低位回升，但依然处于较低位置。

■ 图表 51. 社会消费品零售总额与收入 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 52. 消费者信心指数 (%)

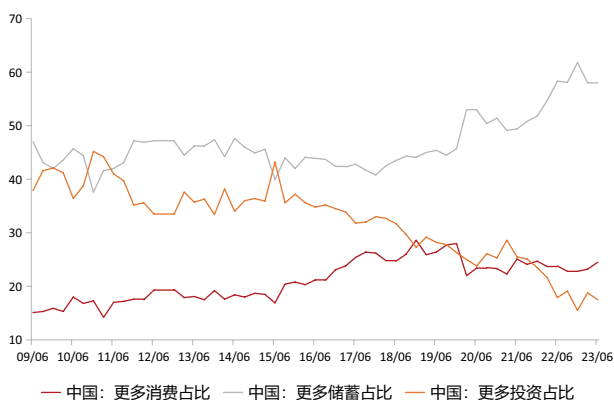


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

居民消费增长取决于收入预期和未来保障水平。2023年消费恢复动能相对偏弱，主要源于收入减少削弱了整体消费信心，就业形势不乐观、居民对未来工资性收入预期不稳。叠加房地产价格下跌、股市表现不佳、银行存款利率及理财收益率下降，居民财产性收入减少，预防性储蓄率不断攀升。在经济增速放缓，人口老龄化、少子化的趋势下，消费动能下降更加突出。

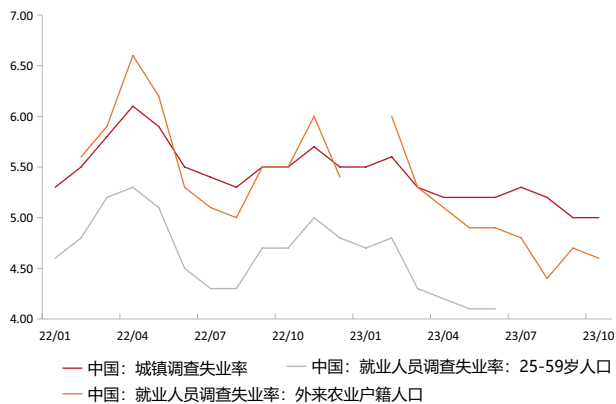
为促使居民“能消费、敢消费、愿消费”，国家把就业摆在经济社会发展的优先位置，积极采取措施做好稳就业、保障中低收入人群的收入水平、兜牢基本民生保障底线的各项工作。对小微企业和民营经济的支持，以及乡村振兴战略的实施有利于中低收入人群的收入增加，将带来消费边际增长。随着积极财政政策托底经济，用工需求增加、就业率回升，预计居民收入逐步恢复，消费倾向将有所改善，消费需求有望进一步释放。

■ 图表 53. 预防性储蓄不断上升 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 54. 失业率回落 (%)



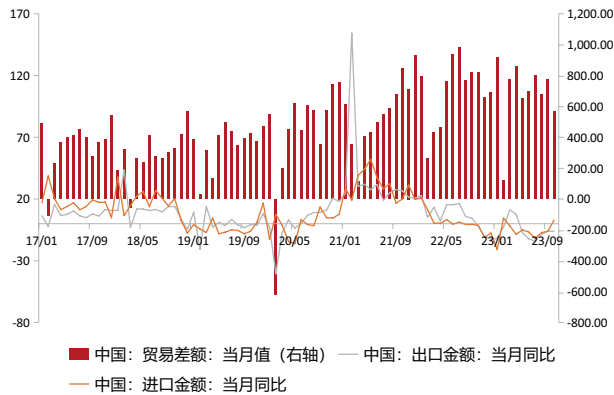
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 2.2.1.3 净出口对经济贡献率将下降

2023年1-10月货物和服务净出口对经济增长贡献率为-13.0%，主要有以下原因：第一，全球经济放缓，制造业PMI已连续14个月处于收缩区间，整体外需持续疲弱。第二，进出口价格下降，2023年6月我国进口价格指数为91.5，去年同期则为114.30，出口价格指数为93.3，去年同期则为115.70。第三，美国持续推行“去中国化”、“小院高墙”策略，对我国出口需求产生不利影响。从出口结构看，我国对东盟、欧盟、美国等传统贸易伙伴出口金额同比大幅下滑，以俄罗斯、非洲为代表的贸易伙伴，对我国出口需求形成有力支撑。

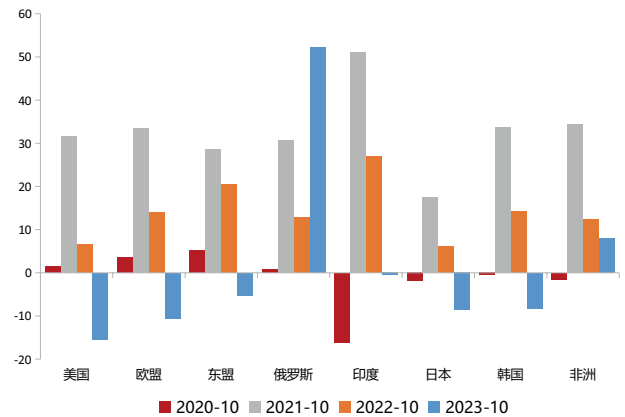
2024年出口需求能否稳住，关键要看我国在美国、欧盟进口中份额的变化情况。2024年美国主动去库存已接近尾声，有望开启主动补库存周期。近期中美关系缓和，释放积极信号。随着美国需求转暖，我国在美国进口份额中有望企稳。我国正与欧盟不断加强沟通，共同管控中欧经贸关系中的分歧与竞争，预计2024年我国在欧盟进口中份额将保持缓慢下行势头。另外，我们也应关注新兴市场，特别是东盟地区对我国出口带来的支撑。上述国家经济处在较快发展阶段，从产业发展和现实需求角度看，对“中国制造”依赖度不断提升，有利于中国出口。总体预计，2024年净出口对经济增长贡献度下降，经济增长仍然依靠内需拉动。

图表 55. 进出口数据（%，亿元）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 56. 对全球主要国家地区出口累计同比（%）



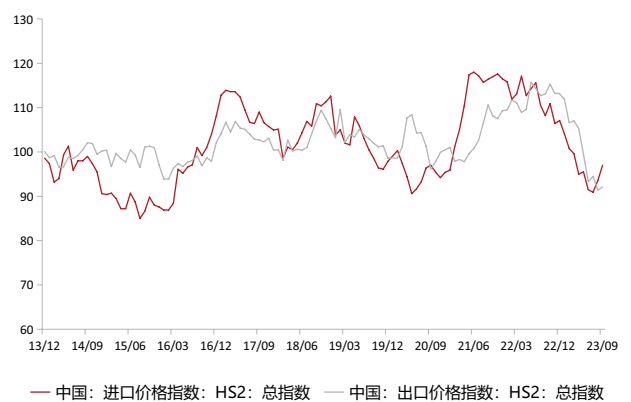
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 57. IMF 对主要经济体 GDP 预测（%）

实际 GDP	2022	2023E	2024E
全球	3.5	3.0	2.9
中国	3	5.4	4.6
美国	2.1	2.1	1.5
欧元区	3.3	0.7	1.2
日本	1	2	-1
其他发达经济体	2.6	1.8	2.2
亚洲新兴市场和发展中经济体	4.5	5.2	4.8
印度	7.2	6.3	6.3
俄罗斯	-2.1	2.2	1.1
撒哈拉以南非洲	4	3.3	4.0

资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 58. 进出口价格走势（上年同月=100）

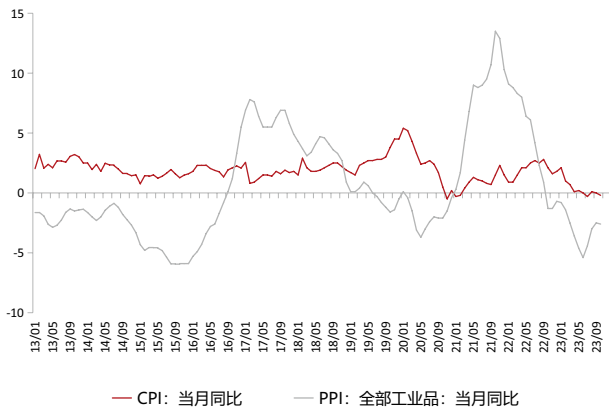


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

## 2.2.2 2023 年物价低位运行，2024 有望温和上行

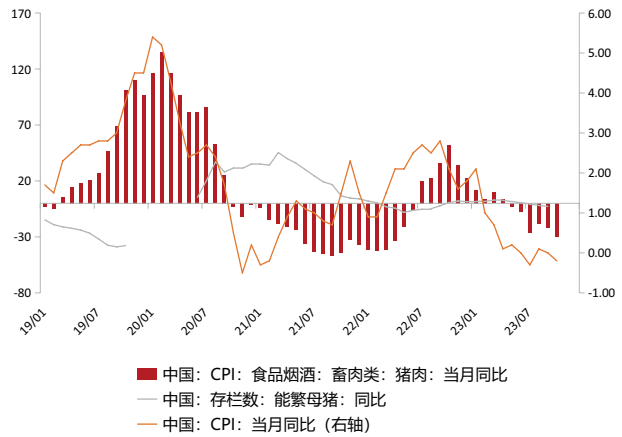
2023 年，我国物价水平低位运行。截至 2023 年 10 月累计同比上涨 0.4%，全年 CPI 或保持在 0.3% 左右。预计 2024 年我国 CPI 将保持在温和区间。从食品项观察，猪肉方面，2023 年 1 月以来生猪存栏和能繁母猪数都在低位运行，预计猪价 2024 年将触底回升；鲜菜鲜果方面，受季节性因素影响较大，因此存在一定程度波动。非食品项看，服务价格随经济提振保持平稳增长，工业消费品则随中美补库存周期启动，上游大宗商品价格可能底部回升。受经济企稳向好、消费需求释放和低基数效应影响，CPI 整体处于回升势头，预计 2024 年 CPI 同比增速约为 1%–1.5%。

■ 图表 59. CPI 与 PPI 走势 (%)



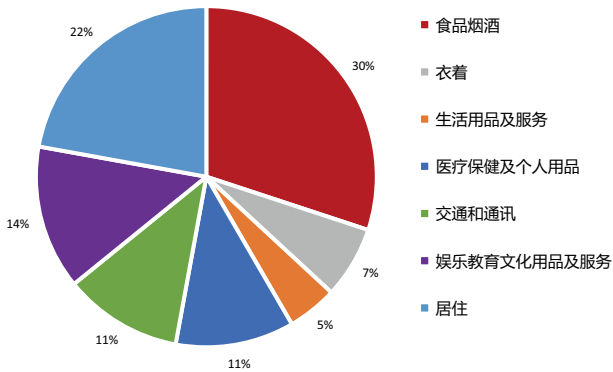
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 60. 猪肉价格与 CPI (%)



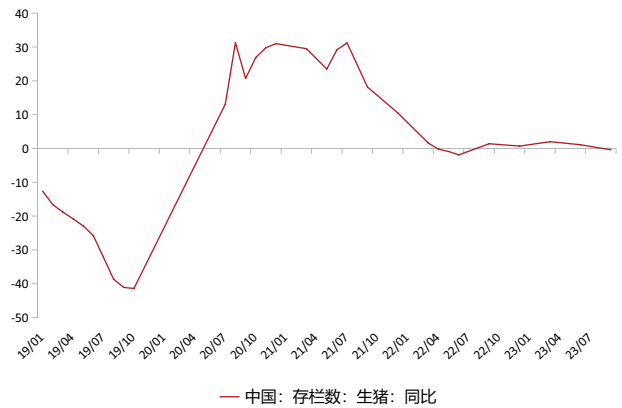
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 61. CPI 构成 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

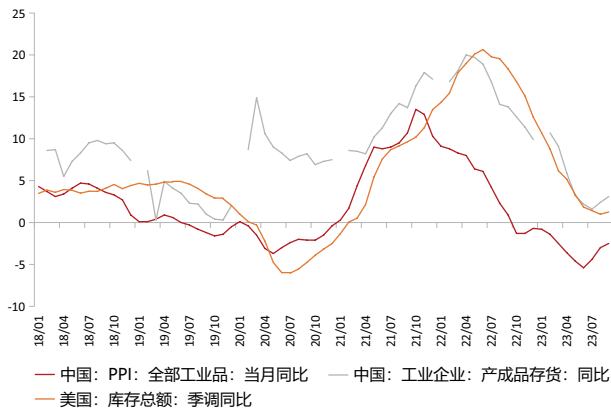
■ 图表 62. 生猪存栏数 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

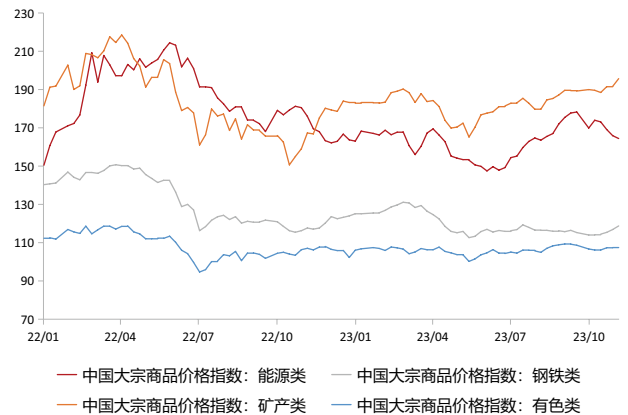
2023年PPI高位回落，截至10月累计同比下降4.0%，全年预计下降3%左右。从10月PPI环比来看，上游价格延续上涨、中游价格分化，下游上行不及预期。2024年受美国可能开启新一轮补库存周期，中国通过财政扩张拉动国内基建投资需求，带动下游消费需求增加等因素影响，PPI价格有望走出低谷。在翘尾因素影响下，PPI或呈前低后高走势，上半年总体为负，二季度触底后逐步回升，全年预计增长0-0.5%。

■ 图表 63. 中美库存周期与 PPI 走势 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 64. 中国大宗商品走势 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 2.2.3 稳健的货币政策灵活适度，精准有力

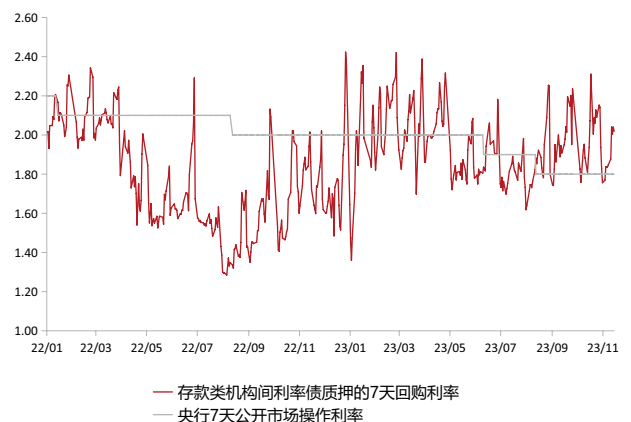
2023年稳健的货币政策精准有力，通过总量型、价格型及结构性货币政策工具加大金融支持实体经济的力度，推动实体经济融资成本下行。从总量看，全年央行先后两次下调存款准备金率、运用公开市场操作为实体经济提供充足流动性。10月末广义货币（M2）、社会融资规模存量同比分别增长10.3%和9.3%。从价格看，央行两次下调中期借贷便利（MLF）利率、公开市场回购利率及LPR，9月新发放企业贷款加权平均利率和个人住房贷款加权平均利率分别为3.82%、4.02%，较去年同期分别低0.18%和0.32%，处于历史低位。1月1日-11月17日银行间市场DR007平均利率为1.94%，围绕央行公开市场7天回购政策利率上下波动。从结构看，全年央行增加支农支小再贷款额度，充分发挥结构性货币政策工具带动作用，通过政策引导、先贷后借等方式支持经济重点领域和薄弱环节发展，普惠、绿色、科创领域信贷增速连续多年维持在20%以上。实施“认房不认贷”、优化“差异化住房信贷政策”等政策支持房地产行业。

■ 图表 65. 社会融资规模与 M2 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 66. DR007 利率走势 (%)



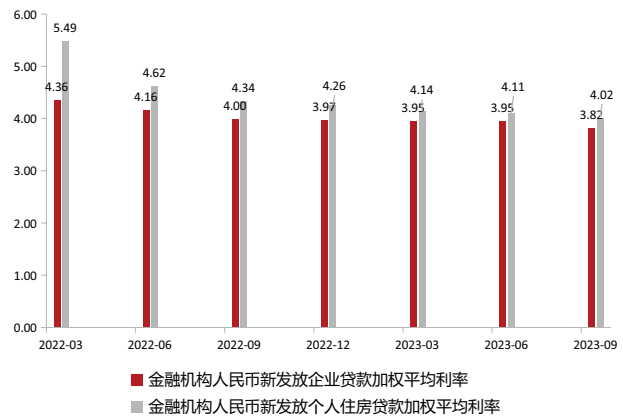
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 67. 央行货币政策工具

央行货币政策工具	相关内容（截止 2023 年 11 月 17 日）
总量型工具	央行宣布于 3 月 27 日全面降准 0.25 个百分点 央行宣布于 9 月 15 日全面降准 0.25 个百分点
价格型工具	6 月 13 日下调中期借贷便利和公开市场逆回购（7 天）10BP
	8 月 15 日下调中期借贷便利和公开市场逆回购（7 天）10BP
	6 月 20 日下调 LPR1 年和 LPR5 年 10 个 BP
	8 月 21 日下调 LPR1 年 10BP
	截至 6 月末，全部 343 个城市（地级及以上）中，100 个城市下调或取消了首套房贷利率下限。其中，87 个城市下调了首套房贷利率下限，较全国下限低 10-40 个基点，13 个城市取消了首套房贷利率下限。
结构性工具	详见结构性货币政策工具情况表

资料来源：央行，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 68. 新发放贷款加权平均利率（%）



资料来源：央行，中国银行投资策略研究中心

2024 年预计央行将继续下调政策利率，从而引导存、贷款利率下行。从内部需求看，在当前 PPI 为负的情况下，实际利率还处于较高水平，为避免实体融资成本过高抑制企业投资需求，同时配合财政政策扩张降低财政付息压力，央行有望继续下调 LPR 和存款准备金利率各 2 次左右，加强逆周期和跨周期调节，巩固经济回升向好态势。从外部制约因素看，预计美联储 2024 年将启动降息，也有利于央行货币政策空间打开。

货币政策 2024 年有望继续充分运用结构性政策工具，对制造业、科技、小微、绿色、“平急两用”基础设施及地产等领域提供低息资金支持，提高货币政策逆周期和跨周期调节效率。随着宽货币向宽信用的传导，供应量和社融同比预计达到 10% 和 9.5%。

■ 图表 69. 结构性货币政策工具情况表

工具名称 (截止 2023 年三季度末)		支持领域	存续状态	额度 (亿元)	余额 (亿元)
长期性工具	支农再贷款	涉农领域	存续	8100	5991
	支小再贷款	小微企业、民营企业	存续	17850	15655
	扶贫再贷款	贫困地区涉农领域	存续	/	1304
	再贴现	涉农、小微和民营企业	存续	7400	5289
阶段性工具	普惠小微贷款支持工具	普惠小微企业	存续	800	498
	抵押补充贷款	棚户区改造、水利工程等	存续	/	29022
	碳减排支持工具	清洁能源、节能减排、碳减排技术	存续	8000	5098
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	存续	3000	2624
	普惠养老专项再贷款	浙江、江苏、河南、河北、江西试点，普惠养老项目	存续	400	16
	民企债券融资支持工具	民营企业	存续	500	0
	保交楼贷款支持计划	保交楼项目	存续	2000	56
	房企纾困专项再贷款	房企项目并购	存续	800	0
租赁住房贷款支持计划	试点城市收购存量住房	存续	1000	0	

工具名称 (截止 2023 年三季度末)		支持领域	存续 状态	额度 (亿元)	余额 (亿元)
阶段性工具	科技创新再贷款	科技创新企业	到期	4000	3456
	交通物流专项再贷款	道路货物运输经营者和中小微物流、仓储企业	到期	1000	451
	设备更新改造专项再贷款	制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户	到期	2000	1672
	普惠小微贷款减息支持工具	普惠小微企业	到期	/	269
	收费公路贷款支持工具	收费公路主体	到期	/	83
合计					71484

资料来源：中国人民银行，中国银行投资策略研究中心

## 2.2.4 积极的财政政策适度加力，提质增效

2023年政府工作报告将财政赤字率定为3%，专项债额度小幅提高，积极财政政策适度加力。10月，中央财政宣布四季度增发国债1万亿元，将赤字率调整至3.8%，集中力量支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板（2023年拟安排使用5000亿元，结转2024年使用5000亿元）。1-10月，全国新增减税降费及退税缓费超过1.66万亿元，进一步提高财政质效；全国一般公共预算收入187,494亿元，同比增长8.1%；全国一般公共预算支出215,734亿元，同比增长4.6%。支出结构不断优化，基本民生、乡村振兴、区域重大战略、教育、科技攻关等重点领域支出得到有力保障。1-10月全国政府性基金收入43,795亿元，同比下降16%；全国政府性基金支出72,899亿元，同比下降15.1%。在土地财政全面降温的情况下，通过加速地方政府债发行进度，加快了财政支出力度。财政部提前下达2024年度部分新增地方债额度，特殊再融资债继续推进，财政政策适度发力，发挥财政政策逆周期和跨周期调节作用，助力经济恢复。

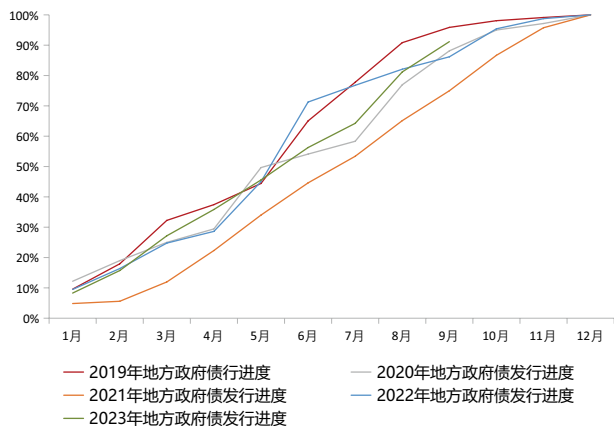
图表 70. 国债和地方债发行限额

指标 (单位: 亿元)		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年预计
全年限额	中央赤字	18300	27800	27500	26500	41600	41600
	地方赤字	9300	9800	8200	7200	7200	7200
	预算赤字率	2.80%	3.60%	3.20%	2.80%	3.80%	3.50%
	特别国债	/	10000	/	/	/	/
	地方专项债新增限额	21500	37500	36500	36500	38000	38000
	盘活专项债结存余额	/	/	/	5000	/	/

资料来源：中国人民银行，中国银行投资策略研究中心

展望2024年，在地方化债背景下，中央财政将加大杠杆率，对冲部分省市隐性债务不增的影响。财政政策与货币政策将加强政策协同，在拉动总需求方面继续加码。预计最终财政赤字率3.5%左右（含2023年发行2024年使用的5000亿元特别国债），地方政府专项债的发行力度不少于2023年新增限额。积极财政政策全面回归，有利于提升市场主体的信心，促使市场主体形成经济稳得住的预期。2024年地方政府专项债将聚焦经济发展的短板，财政资金预计将投向基建、城中村、保障房等三大工程项目，通过撬动社会资金，在稳投资、稳增长方面持续发力。

■ 图表 71. 地方政府债发行进度 (%)



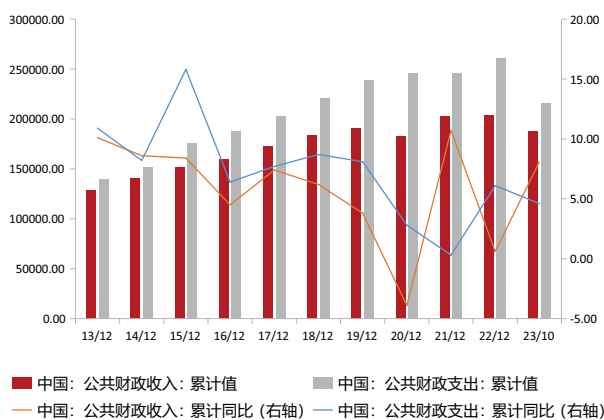
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 72. 赤字率 (%)



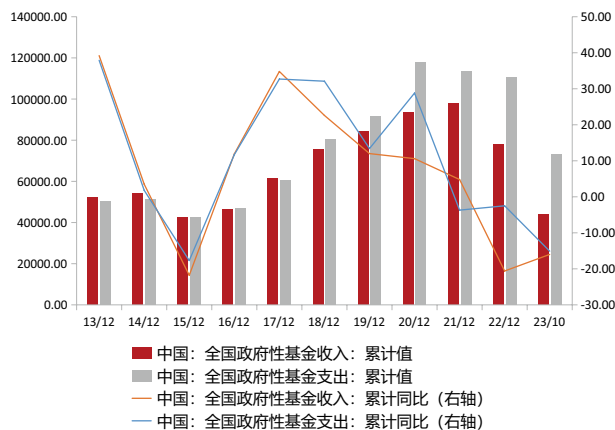
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 73. 一般公共预算收支情况 (亿元, %)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 74. 政府性基金年度收支情况 (亿元, %)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

有效化解地方债务风险。中央提出有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案，明确地方“化债+管债”框架，强调“建立防范化解地方债务风险长效机制”、“建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制”，旨在消除隐性债务土壤，充分发挥地方债积极作用。截至2023年11月10日，全国累计共有26个省直辖市及2家计划单列市披露发行特殊再融资债计划，已发和待发规模累计达13,565亿，用于帮助偿债压力较大的省份和地区偿还拖欠款、纳入隐性债务的非标和城投债券债务。此外，四季度增发国债的1万亿元，将全部通过转移支付方式安排给地方，以减轻地方财政支出压力。

■ 图表 75. 本轮特殊再融资债已发、待发规模 (亿元)

省份	一般债	专项债	合计	省份	一般债	专项债	合计
贵州	1490.7814	658.0462	2148.8276	河北	123.8	153.2	277
天津	681.67	604.66	1286.33	江苏	116.7	144.3	261



省份	一般债	专项债	合计	省份	一般债	专项债	合计
云南	1156.5	99.5	1256	河南	130.8374	125.1507	255.9881
湖南	501.6	620.3976	1121.9976	甘肃	186.3	33.7	220
内蒙古	892.8	174.2	1067	江西	69.7	86.3	156
吉林	537	355	892	大连	89.58	46	135.58
辽宁	729.42	141	870.42	陕西	55.3	44.7	100
重庆	588.83	137.17	726	青海	54	42	96
广西	349.8	273.2	623	湖北	41.1	50.9	92
安徽	277.2	342.8	620	宁夏	80	0	80
黑龙江	232.8	70.2	303	新疆	25	31	56
山东	126.1	155.9	282	山西	12.5	15.5	28
福建	126.1	155.9	282	宁波	11.2	13.8	25
四川	125.2	154.8	280	海南	10.7	13.3	24
				合计	8822.5188	4742.6245	13565.1433

资料来源：中国人民银行，中国银行投资策略研究中心

“开前门、堵后门，遏制增量，化解存量”，将隐性债务显性化，体现出中央政府对地方融资平台债务风险的重视态度和解决思路。发行特殊再融资债券是地方化债的第一步，有利于促进地方政府再融资功能的修复，将隐性债务和显性债务置于同样的监管体系。后续可期待的政策包括：盘活存量资产、筹措资源、偿还债务；金融机构通过展期、降息等方式支持债务化解；央行设立应急流动性金融工具（SPV）；健全监督问责机制。在有力有序化解存量债务的同时，更要严控新增地方政府隐性债务，确保财政安全。从长期看，化解地方债务风险，还需体制变革。化解地方债务风险一是优化中央和地方财权事权分配，一方面，地方事权适当上移教育、医疗和养老等领域的地方支出责任，缓解地方政府刚性支出压力。另一方面，中央财权适当下放，加大转移支付力度和国债发行力度，通过中央财力下沉缓解地方刚性支出压力。厘清政府与市场关系，推动融资平台分类转型发展、专业化重组整合，逐步剥离其政府融资职能；厘清政府和企业的责任边界；进一步强化预算约束力。

### 2.2.5 把握高质量发展的金融内涵

2023年中央金融工作会议在全球经济增速放缓、国家经济高质量转型的关键时刻召开，对未来一段时期金融更好服务实体经济、金融自身高质量发展，做出了方向性部署，为新时代新征程推动金融高质量发展指明了方向。

#### 金融更好服务实体经济

金融更好服务实体经济的方向和要求是引导金融回归服务实体经济本源，提升金融服务实体经济的质效。一是金融要为经济社会发展提供高质量服务，近年来，我国科技创新、绿色产业等发展势头迅猛，在基础研究和战略高新技术领域取得明显成绩，经济增长新动能在加速形成，这要求金融继续加大对相关行业的支持力度，助力经济高质量发展。为此，会议提出“加强对新科技、新赛道、新市场的金融支持，加快培育新动能新优势”、“优化资金供给结构，把更多资源用于促进科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业，大力支持实施创新驱动发展战略、区域协调发展战略、确保国家粮食和能源安全”。二是降低融资成本、盘活被低效占用的金融资源，提高资金使用效率。

近年来实体经济融资成本整体下行，但结构不平衡，一方面头部企业，尤其是头部国有企业的贷款利率明显低于全市场平均贷款利率，甚至出现了存贷款利率倒挂。低利率可能引发资金脱实向虚，也可能不但难以扩大总需求，反而可能会导致低效、无效产能放量；而另一方面，民营企业的总体融资成本依然维持在5-6%的水平，高融资成本不利于带动民间投资。考虑到商业银行净息差已达到历史新低，经营压力较大。商业银行可以通过扩大低成本再贷款资金来源，对民营企业提供低息贷款，将货币政策逆周期调节机制顺利传导到实体经济。

### 金融高质量发展

会议提出“金融是国民经济的血脉，是国家核心竞争力的重要组成部分，要加快建设金融强国”，这是中央首度提出建设金融强国的目标。科技强国、制造强国的建设都需要金融来助推，没有一个强劲的金融体系，就不可能孕育出现代科技和现代产业，从这个意义而言，金融也是“国家核心竞争力的重要组成部分”。会议提出，要“扎实做好加强金融监管、防范化解金融风险、推动金融高质量发展等重点工作”。

金融高质量发展，防控风险永远都是金融工作的重要主题。会议提出聚焦地方债务、房地产和中小金融机构三大重点领域风险隐患。近年来部分中小金融机构由于治理不规范、专业能力不足等问题，抗风险能力较弱，风险问题暴露。需要“严格中小金融机构准入标准和监管要求”，同时鼓励中小金融机构利用当地资源禀赋，“立足当地开展特色化经营”，形成差异化竞争优势。地方债务方面，会议注重从长期解决地方债务风险的根源性问题，建立地方债务风险化解的制度性框架。提出“建立防范化解地方债务风险长效机制”，“建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制”，提出“优化中央和地方政府债务结构”。房地产方面，由于当前供求关系发生深刻变化，房地产市场进入深度调整阶段。本次会议提出要“促进金融与房地产良性循环，健全房地产企业主体监管制度和资金监管，完善房地产金融宏观审慎管理”。具体来看：第一，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求。第二，因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求。第三，加快保障性住房等“三大工程”建设，在一定程度上对冲房地产投资下行的压力。第四，构建房地产发展新模式。积极推动房地产业开发模式从原来的“三高”模式向轻重并举的“开发+持有”模式转型，盈利模式从增量开发盈利向增加开发、存量更新、保障性住房建设、产业链上下游轻资产业务综合盈利模式转型，融资模式从高负债向多元化模式转型，目标模式从追求规模速度扩张向品牌品质提升转型。

## 2.3 美国经济：货币政策“滞后效应”下继续降温，逐渐回归“常态”

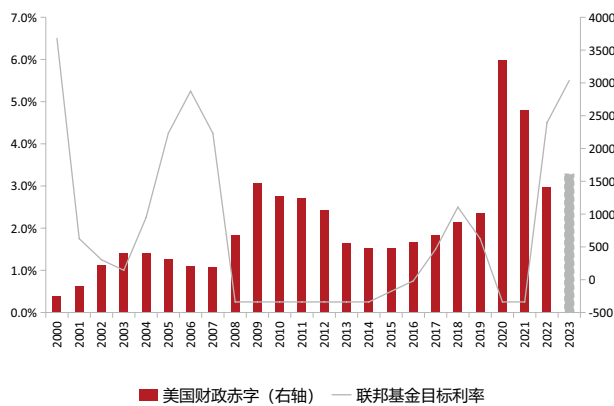
### 2.3.1 经济增长：实际增长逐渐降温回归至“潜在增速”

自2022年3月以来，美联储在连续11次加息后将联邦基金利率推升至5.25%-5.5%，但企业和居民在低利率环境下提前锁定利率，美元市场流动性仍相对充裕。叠加超预期的宽财政，货币政策紧缩效果大打折扣，美国经济实现了比2022年更好的增长，依然伴随高通胀和低失业并存，从经济周期角度看，仍属于“过热”状态。美国9月PCE同比3.44%，高于2%通胀目标，10月失业率3.9%，低于潜在自然失业率4.4%。截至2023年9月，三季度名义GDP折年率同比6.27%，高于潜在名义GDP增速5.02%，实际GDP折年率同比2.93%，高于潜在实际GDP增速1.77%。

展望2024年，美国经济核心矛盾为“货币政策滞后效应在多大程度上体现出来”。目前房贷利率、消费贷利率、10年期美债利率以及AAA企业债收益率等均位于10年来新高。高利率环境下美国经济内生性增长动能将逐渐减弱，劳动力市场供需逐渐平衡，核心通胀会继续缓解。若无明显外部冲击或财政意外加码，美国经济将从目前的需求过热逐渐向供需平衡过渡，回归至“常态”。

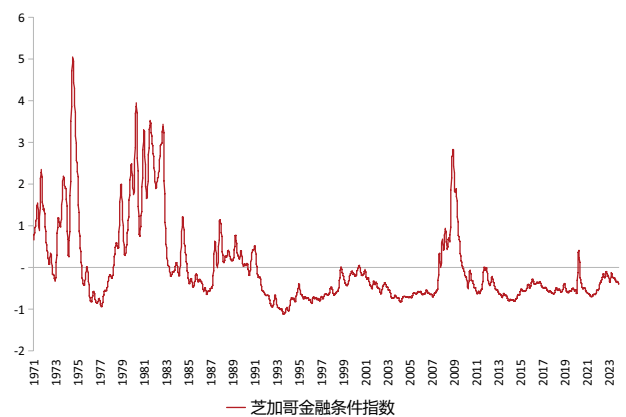
从节奏上看，美国经济在2024年上半年减速可能快于目前市场预期，若开启降息，降速有望逐渐企稳，仍能实现“软着陆”。综合消费、投资与财政等分项分析，2024年全年美国实际GDP增速同比或将回归至潜在增速（1.7%）附近。

图表 76. 美国高利率和宽财政（%，十亿美元）



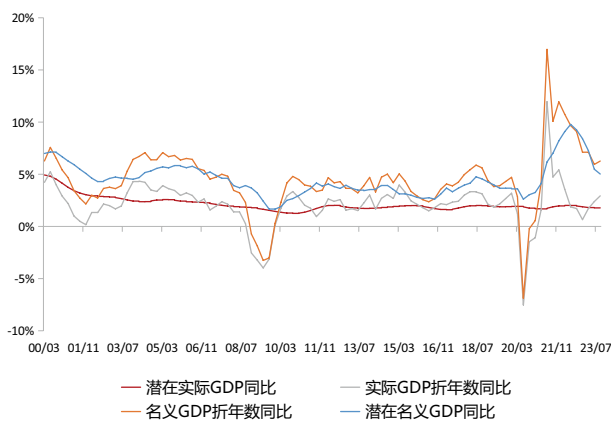
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 77. 美国芝加哥联储金融条件指数(NFCI)



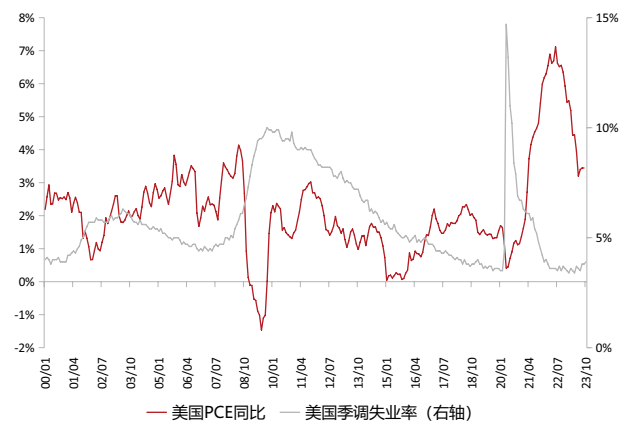
资料来源：圣路易斯联储，中国银行投资策略研究中心

图表 78. 美国 GDP 同比（%）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 79. 美国高通胀和低失业并存（%，%）



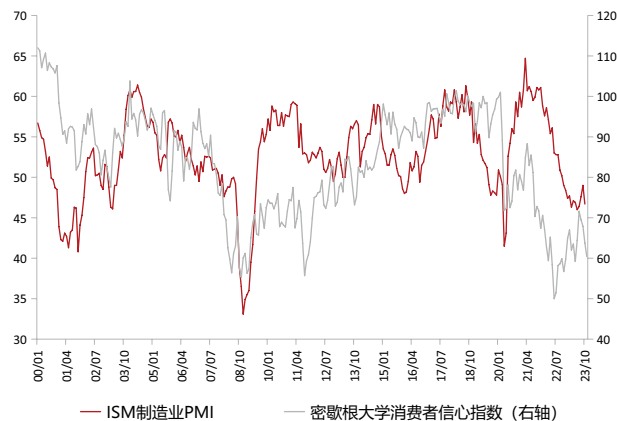
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 2.3.1.1 领先指标出现明显下滑，总需求料将放缓

美国ISM制造业PMI连续12个月位于50荣枯分水岭以下，密歇根消费者信心指数也徘徊在20年来低位，均前瞻性指向美国经济增长放缓。根据纽约联储衰退预期数据显示，未来12个月美国经济衰退概率为46%。鉴于美国居民资产负债表相对健康，美元霸权体系下资本市场流动性仍有支撑，美国经济弹性较好。若美联储做出适应性

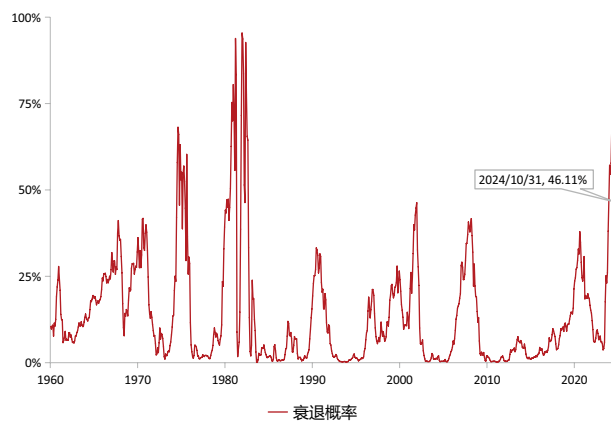
宽松政策安排，美国经济具有“一松即起”的韧性，预计美国经济在2024年大概率能实现“软着陆”，而不会出现断崖式衰退。

■ 图表 80. 美国 PMI 和密歇根消费者信心指数 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 81. 纽约联储衰退预期 (%)

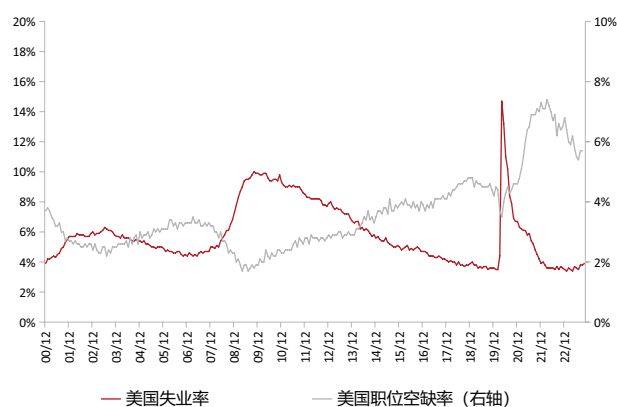


资料来源：纽约联储官网，中国银行投资策略研究中心

### 2.3.1.2 失业率逐渐越过拐点，或出现阶段性快速上行

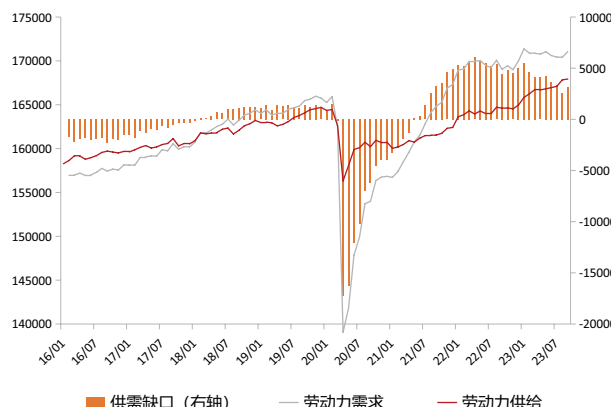
2023年，美国劳动力市场一直处于供小于求的状态，但供需缺口持续缩小，失业率也由年初3.4%上行至10月的3.9%，职位空缺率由年初的6.4%下降至9月5.7%，显示就业市场依然紧俏但持续降温。展望2024年，预计失业率将越过拐点，或出现阶段性快速上行，年中时间前后实现供需平衡，逐渐接近潜在失业率4.4%，年底或接近5%。

■ 图表 82. 美国失业率和职位空缺率 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 83. 美国劳动力供需缺口 (千人)

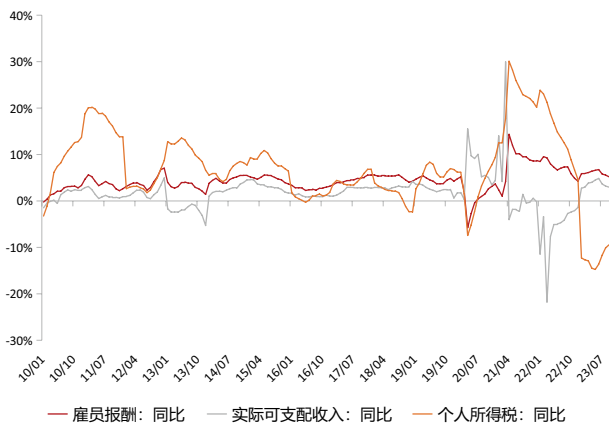


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 2.3.1.3 居民实际收入增速放缓，消费逐渐受到冲击

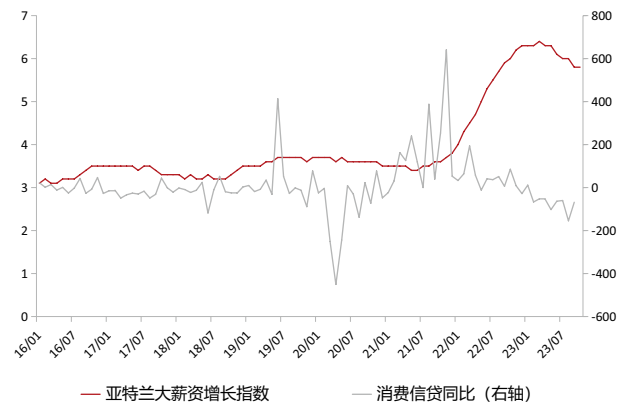
2023年美国消费显示出很好韧性，主要得益于超额储蓄兜底和通胀保护型薪资制度下个税减税带动美国居民实际可支配收入增速明显回升。展望2024年，超额储蓄接近消耗殆尽，劳动力市场会逐渐趋于供需平衡，薪资名义增速将趋于放缓，高利率环境下房地产市场可能面临较大冲击，股票市场调整导致财富效应或边际走弱。综合来看，实际收入将逐渐受到冲击，加上高利率环境对消费信贷的压制，居民实际消费支出增速将逐步放缓。

图表 84. 美国居民在 2023 年享受实际“减税” (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 85. 消费信贷增速和薪资增速放缓 (倍, %)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 2.3.1.4 高利率压制投资

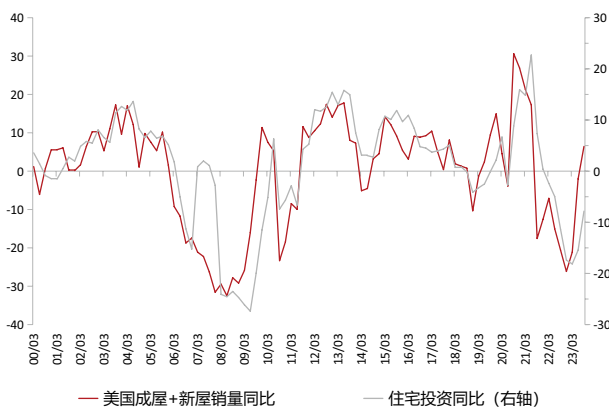
2023 美国经济超预期的另一个重要因素，是加息周期中深度回调的投资端出现结构性筑底反弹。展望 2024 年，利率预计将在高水平维持较长时间，周期性的投资数据反弹空间有限。具体来说：

住宅投资上，虽然销售和地产数据均有底部回升态势，但当前 30 年期抵押贷款利率已上行至 7.5% 附近，就业市场逐渐回归平衡，居民收入增速将有所放缓。叠加住房自有率恢复至 66% 历史均值水平，预计地产需求扩张会受到明显压制。地产开发商信心指数近期持续下行，反弹或已接近瓶颈。

非住宅投资上，美国的再工业化产业政策助推制造业投资回流本土，致使建筑投资自 2022 年下半年以来激增，带动了设备投资走强。但主要集中在产业政策关联最为直接的建筑投资，在行业分布上明显指向政策扶植的领域，并且在就业层面并无明显体现，企业投资实现周期反转的难度较大。

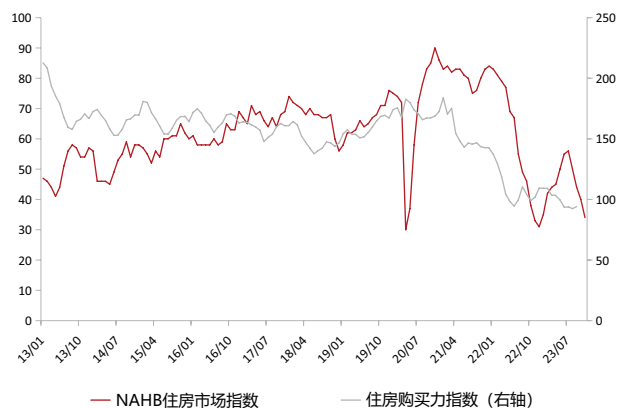
库存投资上，2023 年美国去库存周期推进，增速持续下行。2024 年需要关注美国是否存在进入补库周期的可能。销售为补库的先行指标，根据我们对于 2024 年美国就业和消费的判断，在利率维持高位的情况下，补库周期的开启可能并不能一帆风顺。

图表 86. 美国住宅投资同比和地产销售同比 (%)



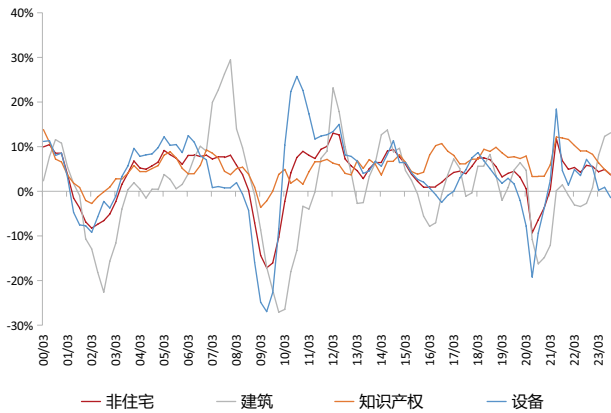
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 87. 住房购买力指数和 NAHB 市场指数



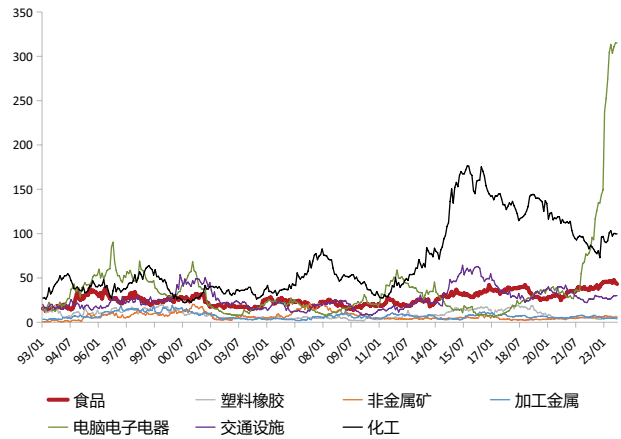
资料来源：WIND，NAHB，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 88. 美国非住宅、建筑、设备和知识产权投资同比 (%)



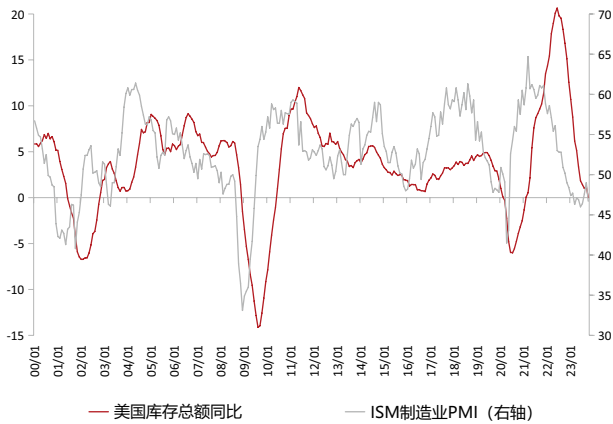
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 89. 建筑增速与产业政策高度关联 (百万美元)



资料来源：WIND，美国 census 官网，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 90. 美国库存同比和 ISM 制造业 PMI (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 91. 美国库销比和销售同比 (%)

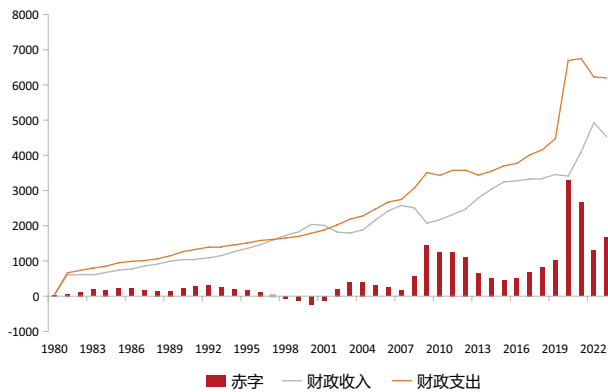


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 2.3.1.5 财政大概率有所退坡

2023财年，美国联邦政府财政赤字规模达到1.7万亿美元，较2022财年增长23%。赤字率从去年的5.5%扩大到6.3%，为近40年最高水平。展望2024年，预计美国财政赤字规模和赤字率均可能退坡。一方面，2023年财政自动稳定器的功能失效，主要原因在于通胀调整的扣除额上升使财政收入被动减少，社保支出被动扩大。随着通胀放缓，有助于削弱2024年赤字规模。另一方面，随着美联储维持高利率的时间拉长，利息支出压力已有明显攀升，2023年前三季度联邦政府利息支出占总支出比重升至18%，利息占GDP比重约为2.5%。2024年为选举年，两党博弈之下财政政策难有大作为。根据美国CBO、OMB及一级交易商预计2024财年美国财政赤字规模在1.5万亿至1.8万亿美元左右，略低于2023财年的1.7万亿，同数量级的财政赤字对经济的增量贡献将弱于2023年。

图表 92. 美国财政支出、收入和赤字（十亿美元）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 93. 美国联邦财政利息支出占总支出比（%）

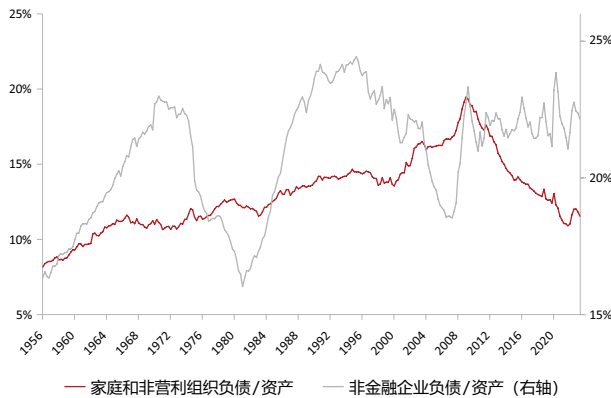


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 2.3.1.6 企业部门或有局部流动性危机，但不至于引发系统性风险

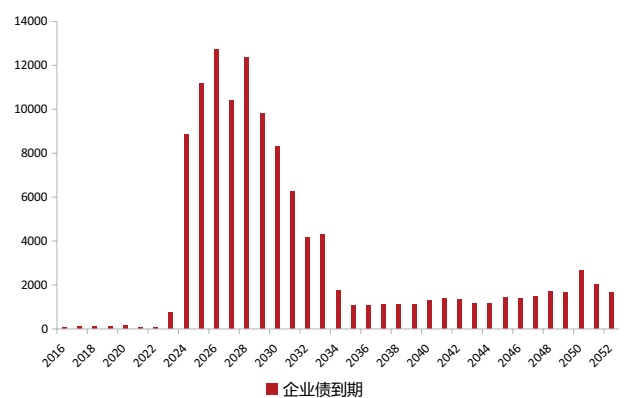
2008年金融危机后至今，美国企业杠杆率有所提高，并且企业债到期集中在2024-2028年，在流动性持续收紧过程中可能发生局部性的违约或破产风险。整体而言，当前企业信用风险仍然停留在较可控层面。美国金融部门的资本充足率相对充足；居民资产负债表相对健康，杠杆在经济过热期间不升反降，2023年二季度家庭资产负债率仅11.5%，处于历史低位。根据硅谷银行等局部金融风险事件经验，美联储仍有可能提供紧急流动性支持。企业部门的局部冲击大概率不至于造成全面冲击，进而演化成系统性风险。

图表 94. 美国居民和企业资产负债率（%）



资料来源：WIND，圣路易斯联储，中国银行投资策略研究中心

图表 95. 企业债到期情况（亿美元）



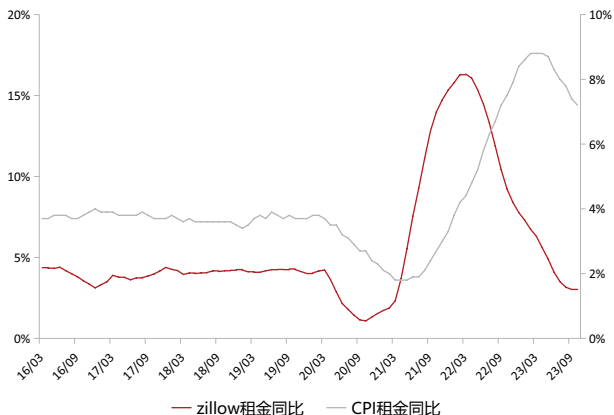
资料来源：Bloomberg，中国银行投资策略研究中心

### 2.3.2 通胀：核心通胀平稳回落，名义通胀或有起伏

2023年6月以来，CPI小幅反弹主要来自能源、食品项的通胀，尤其是能源项在下半年进入低基数区间，叠加油价环比上行，对通胀形成较大贡献。展望2024年，若地缘冲突不再恶化，石油价格保持稳定，在总需求持续回落的情况下，预计2024年PCE同比会逐渐向通胀目标2%靠近。

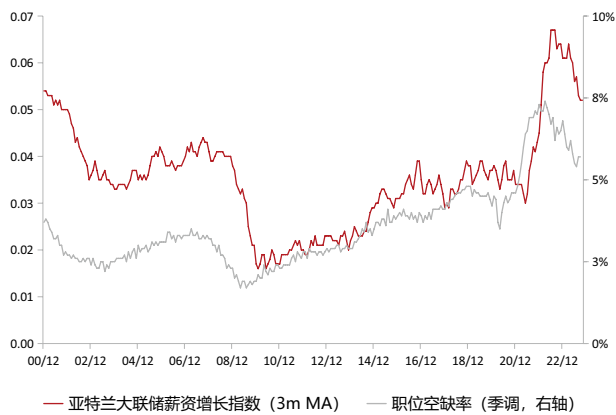
核心通胀方面，“房租”和“工资”走势基本指向2024年将维持平稳去化。首先，房租占CPI近1/3，Zillow房租在2022年3月触顶持续回落。其次，劳动力市场有所降温后，工资领先指标已出现连续回落。名义通胀方面，若石油和食品等商品价格因为地缘政治冲突等不可抗力事件冲击出现大幅上涨，则有可能存在反弹上行风险。

■ 图表 96. 美国 Zillow 租金和租金通胀 (%)



资料来源：WIND, Zillow, 中国银行投资策略研究中心

■ 图表 97. 亚特兰大联储工资指数和职位空缺率 (点, %)



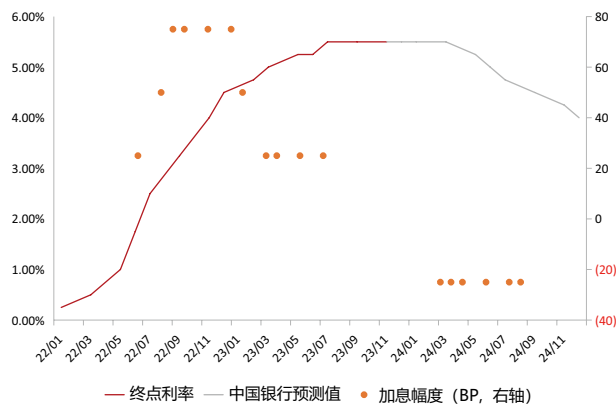
资料来源：WIND, 中国银行投资策略研究中心

### 2.3.3 货币政策：加息周期大概率结束，静待降息周期开启

由于当前市场流动性仍相对充裕，货币政策传导效率受到较大影响。目前房贷利率、消费贷利率、10年期美债利率以及AAA企业债收益率等均位于10年来新高，说明在利率层面的传导已经接近完成。但从高利率到实体层面的紧缩仍有“时滞”，失业率仍低于潜在自然失业率，通胀仍高于通胀目标。因此，从货币政策“时滞”角度看，加息幅度或已足够，但高利率仍需维持一段时间。根据历史数据统计，时滞或有“3-6个月”。对于美联储2024年的货币政策，我们预计2024年一季度仍将维持高利率不变，最快或在2024年5月开启降息，因为届时就业市场将逐渐接近供需平衡，核心通胀平稳回落，接近6%的政策利率将明显高于与美国经济增长相匹配的中性利率。根据我们对美国通胀和中性利率判断，预计2024降息幅度或在100-150BP。

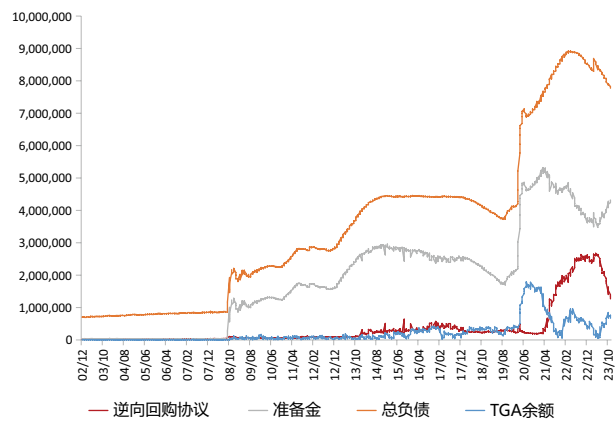
尽管本轮缩表速度已经远快于上一轮，截至2023年10月底联储资产负债表中隔夜逆回购量已显著回落，但仍有1.4万亿美元，且芝加哥联储金融条件指数仍位于相对低位，显示当前美国市场流动性仍然相当充裕。我们预计2024年上半年缩表仍将按目前节奏有序推进，并且不排除下半年阶段性出现降息与缩表同时存在的可能。

■ 图表 98. 联储后续加息路径 (%，BP)



资料来源：WIND, 中国银行投资策略研究中心

■ 图表 99. 逆回购、TGA 和准备金存款 (百万美元)



资料来源：WIND, 中国银行投资策略研究中心



以上为基准假设下的判断，若出现意外或超预期地缘政治事件，例如俄乌冲突、巴以冲突的激化；或美国劳动力供给恢复进度受阻，劳动力市场进一步紧缩，薪资增速不降反升；均可能改变通胀持续去化的趋势，则会延长利率维持高位的时间，甚至不排除出现进一步加息等紧缩操作。若因美联储紧缩过度引发局部流动性危机导致金融风险大面积暴露，资产价格大幅下跌，经济需求萎缩，通胀压力骤降等情况，美联储降息时点则会进一步提前，流动性则会进一步宽松。

## 2.4 欧洲经济

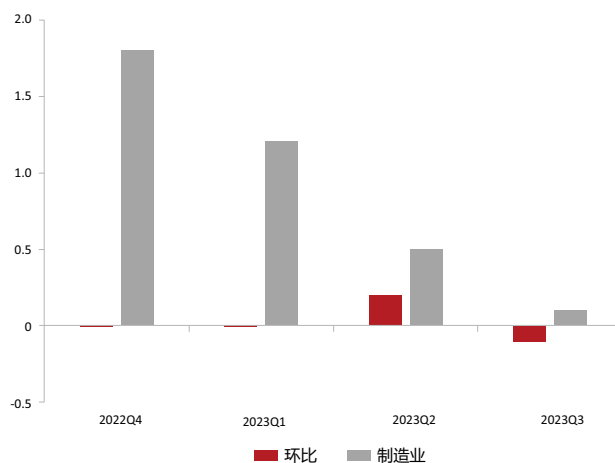
### 2.4.1 欧元区：衰退将至，降息可期

2023年欧元区经济呈现弱复苏态势，表现为前高后低。全球能源价格大幅回落为欧元区上半年经济提供动能，然而高利率与强劲的国内服务业与工资通胀拖累下半年经济增速，令复苏势头受阻。欧元区前三季度经济环比增速分别为0%、0.2%和-0.1%，前三季度GDP同比增速下降的趋势显著。2023年9月欧元区工业生产总量同比下滑6.9%，其中降幅最明显的两项分别为资本商品（-9.5%）和耐用品消费（-8.1%）。按国别统计，爱尔兰降幅为27.2%，德国、意大利和西班牙等主要经济体降幅分别为4.4%、2%和1%，法国停滞增长，较8月0.3%的降幅有所收窄。服务业方面，截至2023年8月底，欧元区整体服务业产出水平较2020年2月高出14%，各行业均出现不同程度复苏。其中，航空、住宿和餐饮服务的反弹力度最大。

欧元区货币政策：欧洲央行明确结束加息周期，欧元区主要国家政府负债率小幅缓解。2023年10月欧洲央行将三大关键利率维持不变，此前已连续加息10次。欧洲央行表示，当前利率已达到限制性水平，需要维持较长时间。随着能源补助的财政措施逐步退出，欧元区主要经济体与高债务风险的南欧国家财政状况有所修复。截至2023年二季度末，欧元区政府负债率平均为90.3%，低于一季度末的90.7%，赤字率为3.3%，较一季度末小幅上升0.1个百分点，债务利息支出占经济总量的1.7%。

欧元区经济：欧元区第四季度经济或进一步走弱，出现技术性衰退的可能性较大。通常而言，连续两个季度经济环比负增长被定义为技术性衰退。欧元区第三季度工业产出走弱，服务业产出增长放缓。信贷供需双双走弱。受高利率影响，固定投资需求减弱，房地产市场疲软以及居民消费信心不足，信贷需求减弱。另一方面，欧元区银行业进一步收紧信贷标准，以防止流动性和资产质量恶化的风险。预计第四季度欧元区经济进一步走弱的可能性较大，2023年难以避免技术性衰退。而这种趋势短期内较难反转，不排除欧洲央行的降息时点提前至2024年上半年的可能性。

图100. 2022年第四季度至2023年第三季度欧元区GDP环比与同比增速（%）



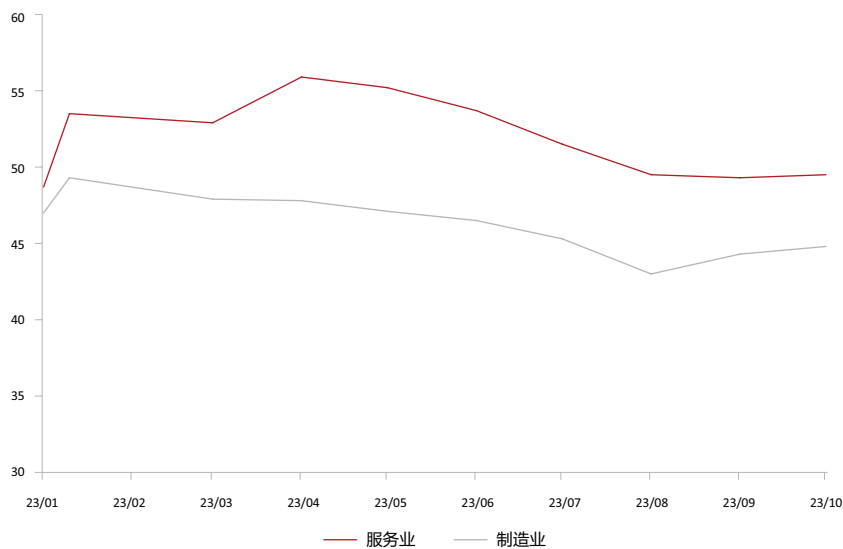
资料来源：欧盟统计局，中国银行投资策略研究中心

## 2.4.2 英国：通胀显著回落，大幅降息应对经济下行


2023年英国通胀显著下行，经济增速好于市场预期。英国CPI从年初的两位数降至11月的3.9%，全球供应链修复和持续的限制性货币政策为主要原因。与欧元区情况类似，2023年英国经济同样出现前高后低的情况，前三季度经济环比增长分别为0.3%、0.2%和-0.1%，全年经济增速弱于欧元区。2023年4月以来，英国整体服务业与制造业同步走弱。8月以来服务业采购经理人指数（PMI）维持在50以下的萎缩区间，制造业PMI全年处于萎缩区间。尽管如此，英国经济展现了一定的韧性，超出2023年初主要机构关于英国经济萎缩的预期。例如，国际货币基金组织（IMF）年初曾预测2023年英国经济将下滑0.6%，10月的预测转为增长0.5%。低失业率和消费韧性是托底经济的主要动力。

英国经济下行压力较大，降息时点或提前，力度也将更大。随着房地产市场的疲软以及按揭贷款利率维持高位，居民消费和企业投资受到较大负面影响，不排除第四季度经济进一步下滑，环比增速负增长的可能性较大。与此同时，英国银行业对实体经济的信贷支持力度减弱，或加速2024年经济衰退风险。以总部在伦敦的五大行（汇丰控股、巴克莱银行、劳埃德银行集团、国民西敏寺银行集团以及渣打银行）为代表的英国银行业为例，第三季英国五大行信贷同比增速的均值水平下降10%，低于去年同期的增长8.5%。截至11月17日，隔夜掉期利率模型预测，英国央行最早可能于2024年6月降息，与美联储降息时点基本保持一致。2020年以来，英美经济和货币政策变化的同步性较强。因此，美联储货币政策行动也将是判断英国央行降息的关键之一。不同的是，英国通胀形势较为严峻，英国央行通过鹰派指引防止通胀预期强化，但市场判断一旦英国央行降息，降息力度可能更大，节奏也将更快。与美国经济韧性较强和美联储预防性降息不同，英国对于通胀的控制力度不足。外部通胀下行，但内部就业市场的结构性问题突出，劳动力短缺导致薪资增长维持高位，可能出现衰退式降息。

■ 图表 101. 英国制造业与服务业采购经理人指数（PMI）（%）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心



# 权益 篇

## 美元降息周期开启， 全球权益迎来曙光

2024年中国经济温和复苏，企业盈利提升，股市基本面改善，金融强国建设引领股市定位适应性校准，提振投资者信心，资本市场有望活跃，低估的A股前景光明；内外利好共振蓄势，港股迎来历史转折。市场提前交易美元降息周期开启时点，美股已充分定价其经济“软着陆”，开始降息后或回落修正；欧洲经济延续低迷，欧股反弹难以持续；日本经济或走出通缩，延续复苏，股市有望温和攀升；新兴市场股市受益于全球流动性压力缓解，或表现更佳。

## 3.1 中国股市：A股定位适度校准，信心提振前景光明

从2019年白皮书看“转折之年”开始，我们认为中国股市会迎来一个权益投资的大时代，走出与国运匹配长期向上的趋势；2020年认为A股是“从转折到复苏”；2021年则是“从复苏到复兴”，打破“涨不过三年的魔咒，结束牛短熊长的历史”并从技术上确认长期向上趋势，这三年白皮书观点都得到了验证。但在2022年到2023年，A股走势却偏离了本已形成的上升趋势，尤其是2023年，在全球股市大涨验证了白皮书“美元加息强弩之末，全球股市曙光乍现”观点的同时，A股却一反常态、意外下跌。与过往年份A股调整不一样的是，主流机构投资者即公募基金绝大多数跑输指数，保险投资也大幅亏损。基金、理财没有了赚钱效应，通过专业机构间接参与股市的普通投资者信心遭遇重创，市场情绪极度低迷。这一切发生的背景，是我国成为第二大经济体，经济增速在全球主要经济体靠前，经济基本面有比较优势的当下；是中国多层次资本市场搭建完成且注册制全面推广，制度与成熟资本市场全面接轨的当下；是广大投资者都认为市场“三十而立”，准备分享经济增长和改革红利的当下。投资者对中国股市三十多年的思考越来越多、疑问越来越多、期待越来越多。中国股市根植于中国社会，与社会建设、经济发展、金融安全、科技进步、企业成长、居民财富积累、人民获得感等方面具有相关性。对外既关系到中国经济长期增长前景，也影响外资对中国投资的信心。对内既对接国家战略，又链接老百姓的钱包；既关系国民信心提振，又事关全体人民共同富裕。作为面向上亿客户的服务窗口，我们站在投资者视角，思考：如何看待中国资本市场的未来？如何看待A股的当下？如何管理好个人客户的财富？我们也试图回顾过往、立足当下、展望未来，用我们的观察重塑投资者信心，助力金融强国建设，服务高质量发展。

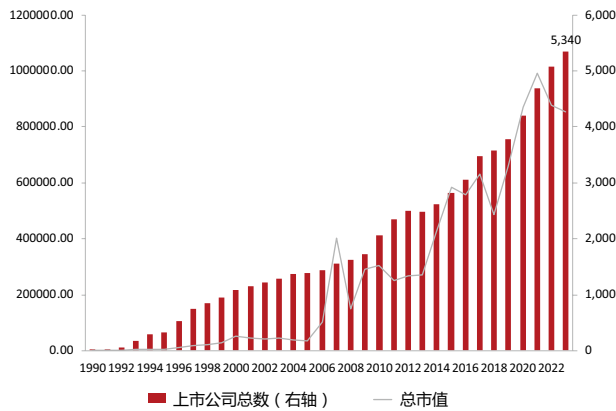
### 3.1.1 回顾过往：投资者视角下的市场思考

经过三十多年的发展，中国资本市场已初步构建多层次的市场架构，建立了规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场发展目标，以及“建制度、不干预、零容忍”的市场运行基本原则，取得了举世瞩目的成绩，也有值得反思改进之处。

#### 3.1.1.1 三十年A股市场成就辉煌

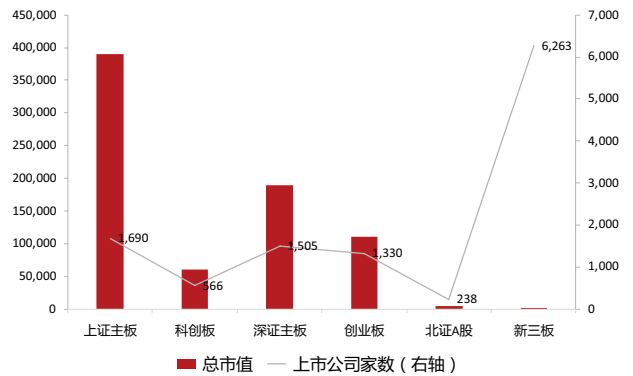
**首先，多层次资本市场得以建立，上市公司数量市值全球第二。**1990年，上海、深圳两家交易所诞生，市场共有9家上市公司。截至2023年12月21日，已有上海、深圳、北京三家证券交易所及股转中心（俗称“新三板”）四大股票交易场所，上海期货交易所、中国金融期货交易所、大连商品交易所和郑州商品交易所四大期货交易所。证券交易覆盖上证主板、深圳主板、科创板、创业板、北证A股五大上市公司交易板块和全国股转中心（新三板挂牌中心）。上市公司5340家，总市值约76万亿元，其中上交所主板、深交所主板、创业板、科创板、北交所上市公司数量分别为1690、1505、1330、566和238家，市值分别为39万亿元、19万亿元、11万亿元、6万亿元和0.44万亿元。股转中心挂牌公司6263家、总股本2672亿，其中创新层、基础层分别挂牌1883家、4380家，股本987亿和1685亿。至此，我国多层次的资本市场已经搭建完毕，上市公司数量和市值规模均位居全球第二，成绩举世瞩目。

■ 图表 102. 我国上市公司历年总数与总市值（亿元，家）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

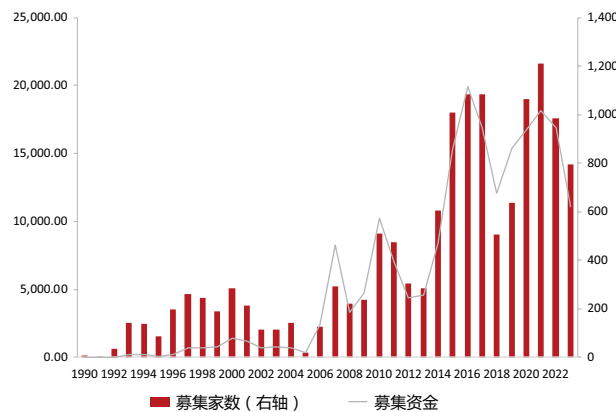
■ 图表 103. 几大交易所各板块上市公司数量与规模（亿元，家）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

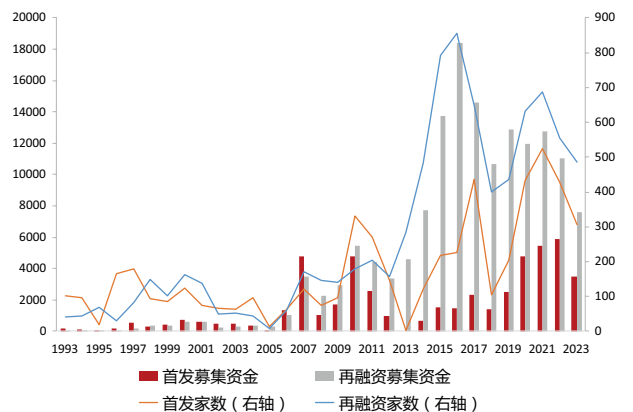
从融资角度观察，发行制度从最初的审批制、核准制到2018年在上交所设立科创板并试点注册制，再到2023年全面实行注册制。我国股市已经为5329家上市公司IPO（首发上市）提供融资，共募集资金5.1209万亿元；为上市公司再融资8284次，募集资金15.2412万亿元。两项合计我国资本市场一共为上市公司融资20.3621万亿元，成为同期全球当之无愧的融资冠军。仅试点注册制以来的五年时间，A股上市公司数量由3500余家增至目前的5300余家，平均每个交易日就有将近1.6家公司上市，发展之快在全球资本市场前所未有。

■ 图表 104. 历年融资数量与规模（亿元，家）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 105. 历年 IPO 与再融资数量和规模（亿元，家）

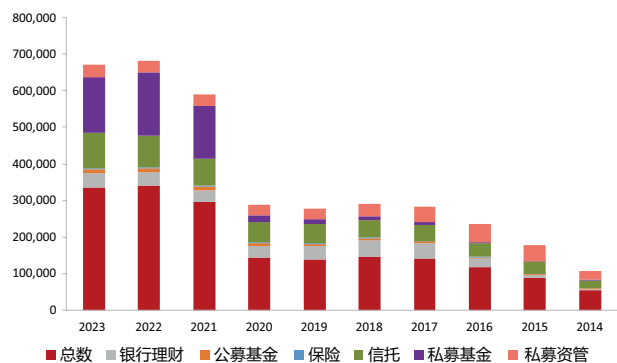


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

三十多年来，资本市场在不同历史时期服务国家战略目标，如支持国企脱困、国企改革、科技安全和卡脖子工程等国家战略，引导要素资源向重点领域聚集，加速科技成果转化、推动企业转型升级，也培育了不少全球领先的产业巨头和国内细分行业小巨人。以科创板为例，推出五年以来就有562家上市公司，IPO融资累计超过1万亿元，总市值超6万亿元，初步形成支持科技创新的市场生态。我国资本市场用短短三十多年时间就走过了西方发达国家百年历程，成为中国经济的“基本盘”、产业升级的“领跑者”，让全世界看到了中国速度，可谓功勋卓著。

其次，财富管理市场从无到有，投资类产品数量规模提升。中国股市的发展壮大为资本市场提供了丰富的优质资产，资产管理机构、投资产品、投资者队伍日益壮大，财富管理市场得以诞生，生态圈逐步构建，发展潜力全球领先。

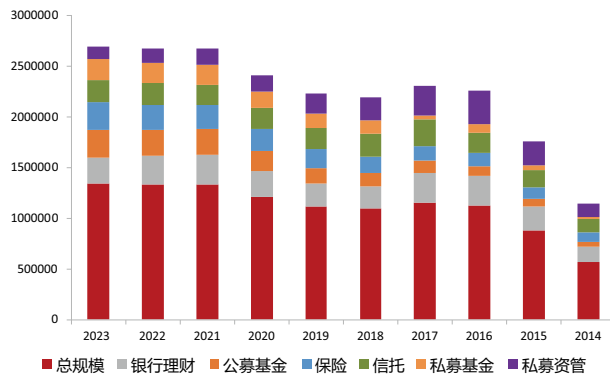
■ 图表 106. 各类资管产品数量（只）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

注：公募基金最新规模数据截至 2023-12-21；银行理财规模根据中理财网理财市场报告统计，最新数据截至 2023-06-30；保险规模根据国家金监总局发布保险业经营情况表中的资金运用余额统计，最新数据截至 2023-10-31；信托产品规模根据信托业协会公布统计，最新数据截至 2023-06-30；私募基金、私募资管规模根据中国基金业协会公布，最新数据截至 2023-10-31。

■ 图表 107. 各类资管产品规模（亿元）

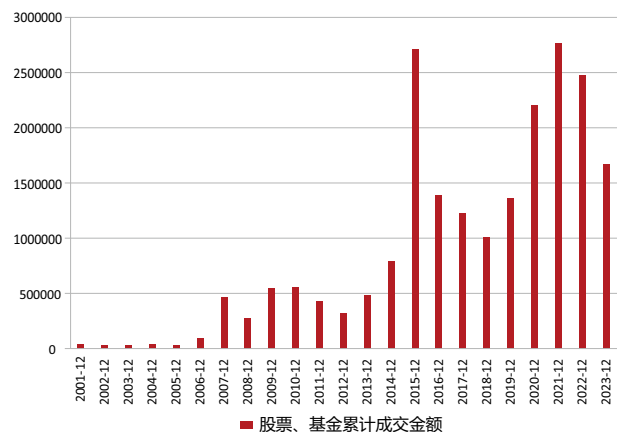


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

目前，我国已经形成银行理财、公募基金、保险、信托、私募基金和私募资管六大主要资产管理板块，资产管理产品总数量高达 33.49 万只，资产管理总规模 149 万亿元，仅最近十年产品总数量和总规模就增长了 6.22 倍和 2.36 倍，其中，数量和规模增长最快的是私募基金，分别增长了 143.84 倍和 13.78 倍，发展速度之快同样前所未，中国无疑是当之无愧的全球第二大财富管理市场。

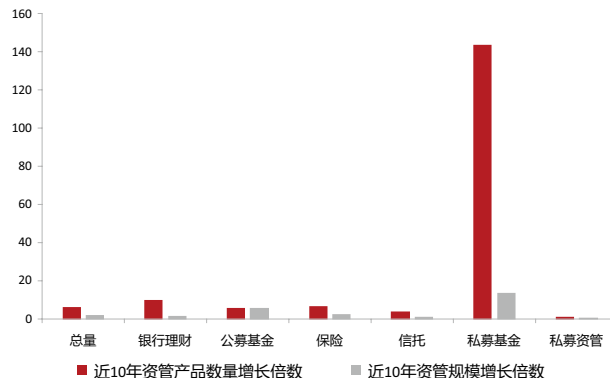
资管产品渗透率逐年提升，投资者队伍规模数量庞大，财富管理市场与全体人民共同富裕息息相关。截至 2023 年 6 月，全国股票账户数约为 2.2 亿户、理财产品客户数 1.04 亿户，基金业协会公布到 2020 年末的基金账户数 38.72 亿户（非基金投资者人数）。仅从三类主要资管产品投资者队伍人数可以窥探，如果考虑通过社保基金、个人养老间接参与资本市场等情况，则财富管理市场的投资者几乎覆盖所有家庭和绝大多数国民，资本市场表现与老百姓的财产性收入息息相关，资本市场的人民性可见一斑。

■ 图表 108. 历年交易总额（亿元）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 109. 近 10 年资产管理产品数量规模增长倍数（倍）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

**第三，交易制度与产品超前发展，提前对接发达市场。**从交易端看，上海证券交易所和深圳证券交易所分别排名全球市值最大的第四、第六大证券交易所，三十年来总计成交金额2095万亿元，为投资者和资管产品提供了丰富的投资标的和流动性支持，也为资产管理行业创造了客观收入，为国家创造大量税收。从有数据可查的2001年到2023年8月，在不到二十三年时间，代扣交易印花税金额达2.24万亿元，极大支持了国家经济建设。

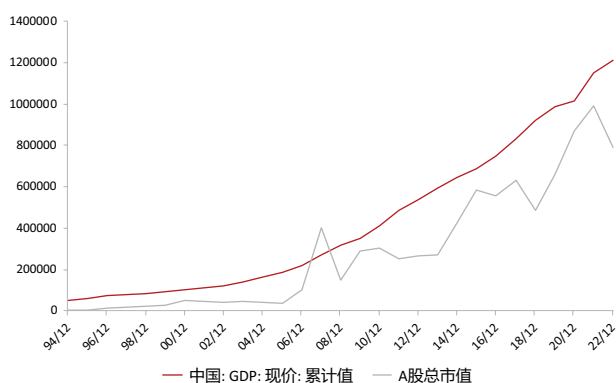
在交易产品方面，市场交易品种发展迅速，证券交易、商品交易和衍生品交易所一应俱全，证券交易所大类资产覆盖股票、债券、可转债、REITs；股票包括A股、B股、H股等；衍生品方面覆盖股指期货、期权、个股期权等。可以说我国资本市场在股指期货、期权、融资融券，量化交易等方面，已与国际市场充分接轨，交易制度超前发展。

### 3.1.1.2 三十年 A 股市场的思考

虽然市场在融资端、投资端和交易端都取得了举世瞩目的成就，但中国资本市场大而不强的问题较为突出，仍存在一些问题，造成市场指数多年“磨底挣扎”（上证指数在2006年首次突破3000点，如今十七年过去依然在3000点波动）。市场缺乏财富效应，投资者获得感不强，这反映出中国股市生态系统并不健康，仍存在值得思考改进之处。

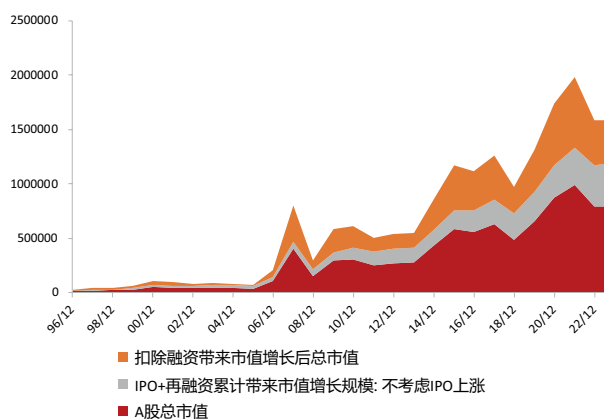
**首先，长期偏离经济基本面，股市不是经济晴雨表。**我们收集了近三十年A股涨跌幅与GDP增速的数据并进行相关性分析，发现经济增长与股市涨跌幅的相关性系数仅为0.28，在一定程度上不支持股市作为经济晴雨表的一般结论。我们仅从GDP总额和股票总市值角度观察，经过三十多年的发展，表面上看GDP总额增长和股票总市值增长斜率较为一致，但股票的总市值中，由历年融资金额直接贡献的市值增长占有相当高的比例，平均为39.7%，而来自历年市值上涨的贡献占比平均仅为60.30%。

■ 图表 110. 中国 GDP 总值与股市总市值 (亿元)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

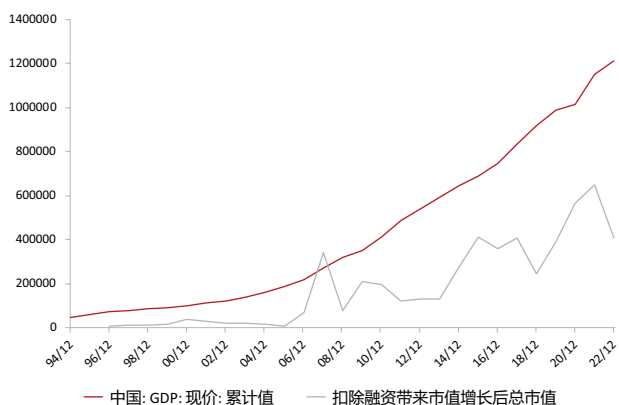
■ 图表 111. 中国股市总市值与融资带来市值贡献 (亿元) (不考虑 IPO 首日上涨)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

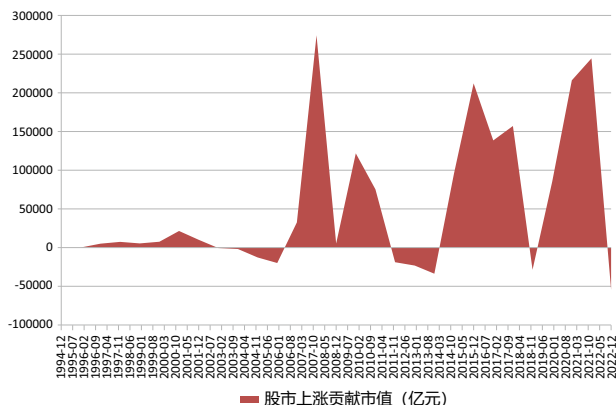
三十多年来, 股市IPO和再融资累计融资金额20.36万亿元, 其中IPO融资5.12万亿元, 按照IPO规模平均占总股本20%计算(大额IPO占比低于20%), 保守估计仅IPO就可贡献总股本25.6万亿元(按IPO发行价测算)。按照历年来IPO首日加权平均涨幅91%测算, 历年IPO贡献市值将近48.9万亿元, 如果加上再融资的15.24万亿元, 则IPO+再融资贡献市值超过64万亿元。照此计算, 则三十多年股市上涨带来的市值增长不足15万亿, 如果将这些年上市公司利润留存约29.02万亿计入其中, 则截至2022年底来自股市上涨带来的市值增长实际上是-10万亿元左右, 而这期间GDP增加值超过110万亿, 股市的市值增长率远低于GDP增长率, 股市未充分反映出经济晴雨。出于谨慎原则, 图112我们仅用(IPO融资金额\*5+再融资金额)来测算融资带来的市值, 扣除融资带来市值后的总市值(三十年上涨带来的市值)与GDP增长趋势斜率偏离度已高; 图表113我们扣除(IPO融资金额\*5\*191%+再融资金额+上市公司历年未分配利润)之后计算股市上涨带来的市值增长额, 结果发现包括2023年在内共有10个年度股市上涨贡献市值为负, 2023年粗略估算负10万亿元以上, 从这个角度同样得出经济增长与市值上涨相关性较低的结论, 这个结论值得深思。

■ 图表 112. 中国 GDP 总值与扣除融资带来市值增长后总市值 (亿元) (不考虑 IPO 首日上涨)



资料来源: WIND, 中国银行投资策略研究中心

■ 图表 113. 历年股市上涨带来的市值贡献 (亿元) (考虑 IPO 首日上涨和历年未分配利润)



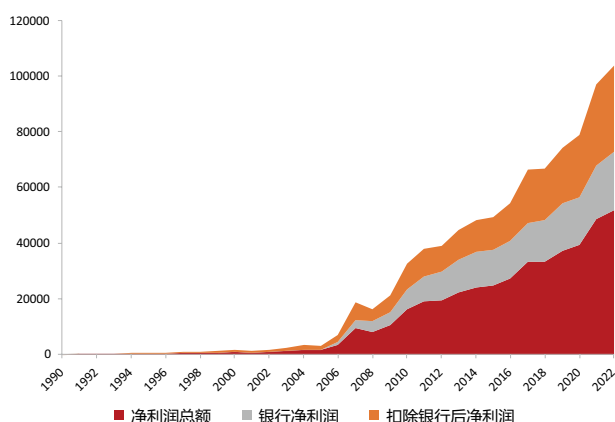
资料来源: WIND, 中国银行投资策略研究中心

**其次, 重融资轻投资者回报, 投融良性互促未形成。**另外一个值得思考的是中国股市投资回报的问题, 股市对投资者的回报一部分体现在上市公司分红, 另一部分则通过股市上涨带来资本利得体现。

单看上市公司分红, 全市场上市公司分红的金额取决于三方面, 一是全量上市公司中参与现金分红公司的比例; 二是参与现金分红上市公司分红能力, 也就是净利润总额; 三是分红比例, 也就是分红金额占其净利润的加权平均比例。三十余年来, 全市场上市公司净利润总额为43.7万亿元, 其中, 现金分红总额为14.68万亿元, 现金分红总额占净利润总额比例平均为33.59%, 2017年以来, 在监管倡导现金分红的情况下, 上市公司现金分红占净利润总额的比例超过了历史平均值, 呈逐年上升态势, 2022年达到了36.05%的水平。2000年以来, 万得全A上市公司中参与现金分红的公司比例平均为62.49%, 平均股息率为1.78%(当年现金分红总额/年底总市值); 近五年参与现金分红公司平均比例提高到了68.73%, 平均股息率2.17%。尽管如此, 我国上市公司参与现金分红的比例和现金分红金额占净利润比例都还有较大的提升空间, 投资者通过现金分红实现稳定现金回报的路还很长。

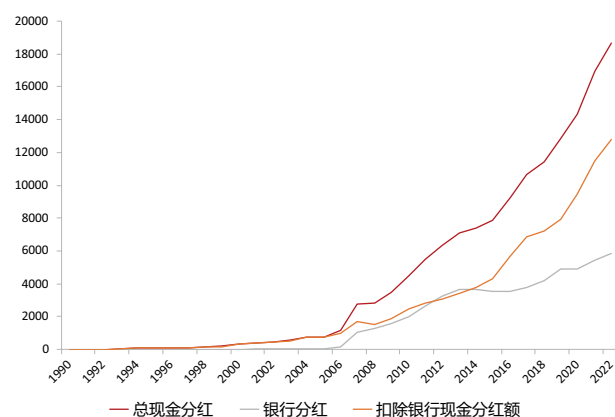


■ 图表 114. 上市公司历年净利润总额与结构 (亿元)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

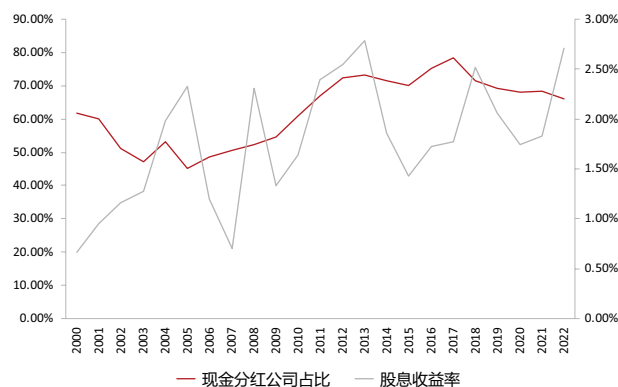
■ 图表 115. 上市公司历年分红总额与结构 (亿元)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

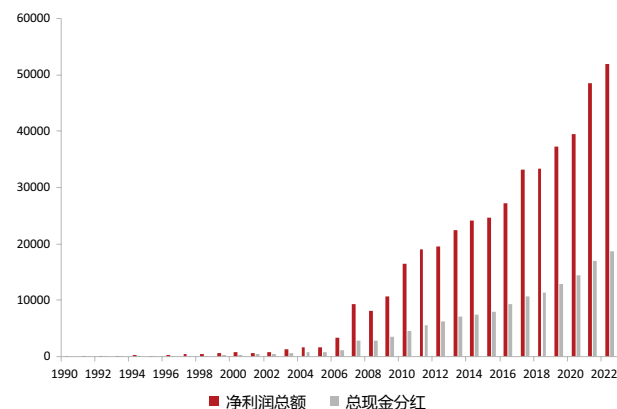
单看股市上涨带来的资本利得，中国股市三十多年来的资本利得较少，对总市值的贡献占比很可能低于30%。究其原因，主要是股票供给规模太大带来的减持压力，供求关系严重失衡。中国股市大规模的减持都发生在2007年股权分置改革后的全流通时代，十七年以来，重要股东累计减持了4.46万亿元，平均每年减持2620亿元，若同时加总中小股东的减持额，减持规模预计将扩大一倍以上。尤其2020年到2021年三年期间，重要股东平均减持额高达6025亿元，通过离婚等事件减持的案例乱象丛生，持续从市场抽血并对市场和投资者信心冲击巨大。相反，在上市回购方面，2000年以来期间，仅有十四年有回购的公告，累计回购金额5722亿元（未剔除最终没有实施成功的回购计划），有回购的年度平均回购额仅为409亿元，近五年平均回购额为1015亿元。相较于同期巨量减持来说，回购额杯水车薪，这也是这几年市场信心不足的又一原因所在。

■ 图表 116. 2000 年以来现金分红公司占比与全市场股息率 (%，%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

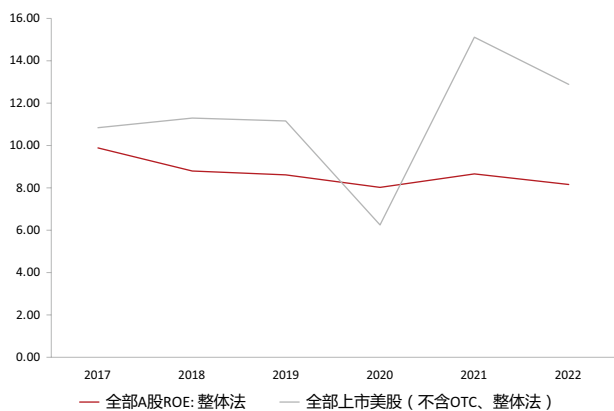
■ 图表 117. 上市公司历年净利润总额与现金分红总额对比 (亿元)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

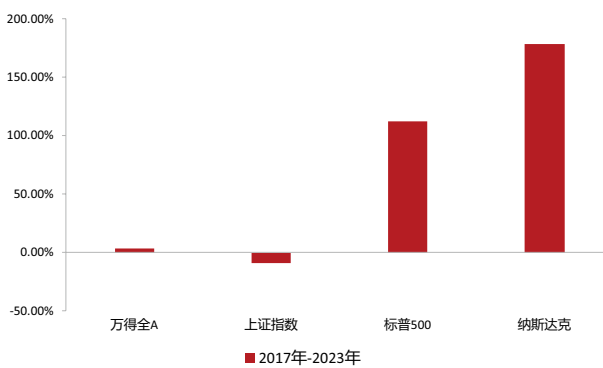
第三，上市公司质量不高，退出机制不健全。上市公司退出机制不健全，让大量质量不高的上市公司在市场留存，也会拉低市场整体盈利水平，从而影响指数的涨幅。分析中美股市近几年走势反差大甚至背离的原因，上市公司ROE可以作为很好的解释指标。2017年以来，中国上市公司ROE明显低于美国上市公司ROE（2020年除外），这期间万得全A和上证指数涨跌幅分别为3.30%和-9.04%，而同期美国标普500和纳斯达克指数分别上涨112.37%和178.50%。上市公司的盈利能力是股指上涨的基石，提高上市公司的质量是提升股市总市值的“高质量发展”方式，通过单一的扩容推动总市值上涨往往带来只追求速度而忽视质量的短暂繁荣。

■ 图表 118. 中美上市公司 ROE 对比 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

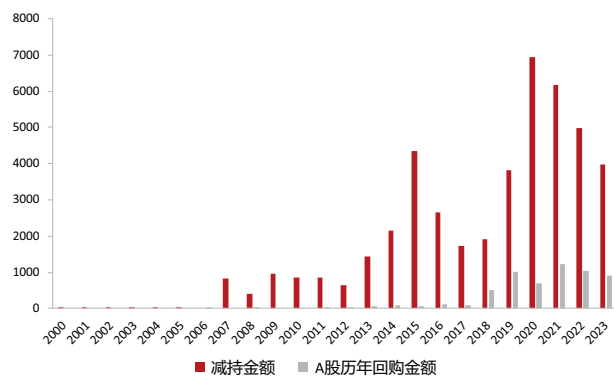
■ 图表 119. 中美上市公司 ROE 强弱阶段对应的股指涨跌幅 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

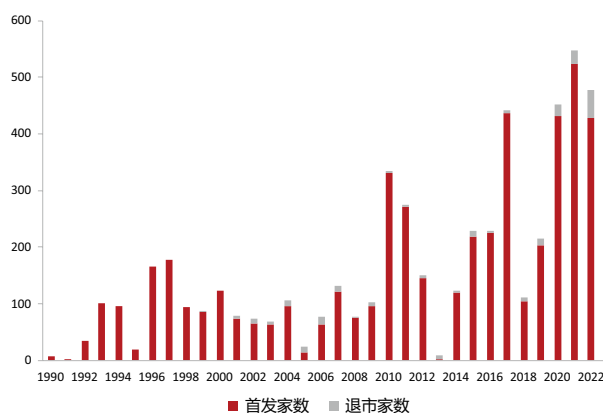
上市公司整体ROE水平的低下又与退市不畅有密切关系。三十余年来，通过IPO上市公司共计5329家，而累计退市公司数量仅为267家，退市比例为5%。第一个十年，上市公司784家、退市公司仅1家；第二个十年，上市公司795家、退市公司70家；第三个十年，上市公司2059家、退市公司56家。从数据上看，近几年因业绩差、违法违规等原因，上市公司退市数量有增加，但退市时投资者保护工作不到位，造成大股东一退了之（成本低），全体中小股东集体受罚替大股东买单的情况。除此之外，上市公司的信息披露质量也不高，内幕交易、虚假信息、违规减持、大股东占用资金、合谋操纵市场等违法犯罪现象时有发生，监管对此的处罚不严，违法成本低，造成类似现象屡禁不止。

■ 图表 120. 上市公司历年重要股东减持额与回购金额 (亿元)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 121. 历年 IPO 和退市公司数量对比 (家)

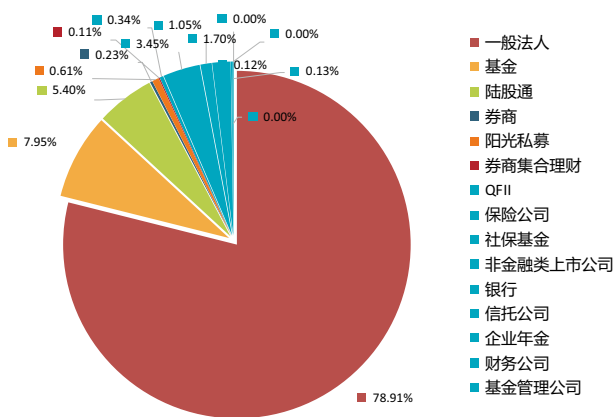


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

第四，长期投资、价值投资理念不强，缺少引领预期的稳定资金。与上市公司数量和融资规模持续大规模增长相比，股市目前89万亿（2022年6月）市值中机构投资者持股市值39.44万亿元，占比44.31%，而这其中绝大多数是一般法人持股（因控制权需要），市值为31.11万亿元，占比34.96%。除一般法人外，其他机构投资者持股市值合计8.32万亿元，总市值占比10.3%。机构投资者中持有A股市值排名靠前的机构分别是公募基金、陆股通（外资）、保险、非金融类上市公司和社保基金，持股金额分别为3.14万亿元、2.13万亿元、1.36万亿元、0.67万亿元和0.41万亿元，公募基金和外资规模受客户申购赎回影响，短期稳定性略差。而如社保、企业年金、保险资金等在成熟资本市场中公认的“耐心资金”、“聪明资金”，规模仍然偏小，长线资金规模和占比相对美国低，无法稳定和引领市场预期。

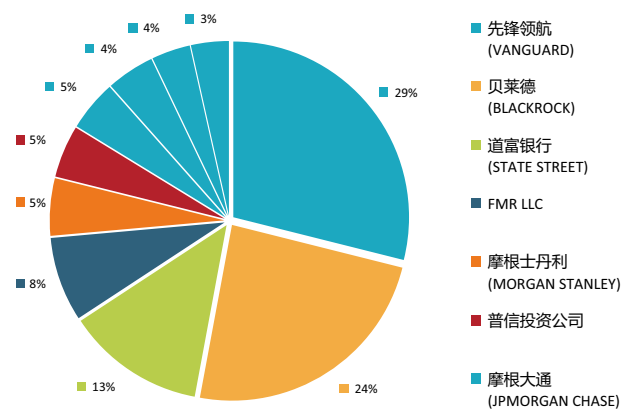
美国股市机构投资者持股市值33.46万亿美元，占总市值（63.75万亿美元）比重为52.48%，其中前十大机构持股市值13.51万亿美元，机构持股集中度高达40.37%，持股机构均是资产管理机构和银行，资金来源主要是社保和养老保险等长线资金。

图表 122. 中国股市机构投资者持股市值占比 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 123. 美国股市机构投资者持股市值占比 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 3.1.2 展望未来：立足建设金融强国资本市场使命与担当

#### 3.1.2.1 中国资本市场的新定位

中央金融工作会会议强调，金融是国民经济的血脉，是国家核心竞争力的重要组成部分，要加快建设金融强国，全面加强金融监管，完善金融体制，优化金融服务，防范化解风险，坚定不移走中国特色金融发展之路，推动我国金融高质量发展，为以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业提供有力支撑。

会议指出，高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务，金融要为经济社会发展提供高质量服务。要着力营造良好的货币金融环境，切实加强对重大战略、重点领域和薄弱环节的优质金融服务。始终保持货币政策的稳健性，更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱。优化资金供给结构，把更多金融资源用于促进科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业，大力支持实施创新驱动发展战略、区域协调发展战略，确保国家粮食和能源安全等。盘活被低效占用的金融资源，提高资金使用效率。做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章。要着力打造现代金融机构和市场体系，疏通资金进入实体经济的渠道。优化融资结构，更好发挥资本市场枢纽功能，推动股票发行注册制走深走实，发展多元化股权融资，大力提高上市公司质量，培育一流投资银行和投资机构。促进债券市场高质量发展。

由此可见，更好发挥资本市场枢纽功能，是新时代新征程上党中央赋予资本市场的新定位。

### 3.1.2.2 建设金融强国，资本市场大有可为

首先，我国资本化率将有很大提升空间。与国际金融强国相比，我国的资本化率还有很大的提升空间。尽管我国上市公司数量已达5300多家，市值将近80万亿，但我国资本化率70%的水平，相较于传统金融强国，如美国的247%，还有很大的提升空间。与国内其他金融板块相比，股票市场的直接融资比例也有提升空间。目前，我国金融市场仍以银行间接融资为主，2020年到2022年贷款余额分别为172.75万亿元、192.69万亿元和213.99万亿元，三年平均新增贷款规模20.10万亿元，是同期股市“IPO+再融资”融资规模1.73万亿元的11.62倍。从这个角度观察，尽管股市融资规模相对于市场给予投资者的回报已经严重偏高，但与银行贷款规模相比仍处低位，如果投融资能协同发展，包括股票融资在内的直接融资仍然有较大的提升空间。我国居民家庭资产配置中金融资产占比过低，资本市场有可观的潜在资金。我国居民储蓄率普遍高于美国等传统金融强国，2022年居民人民币存款增加17.84万亿元，2023年前三季度又增加了14.42万亿元，这其中有2020年之后预防性储蓄增加的主观意愿；也有房住不炒后购房等资金需求量减少的原因；更有股市表现不佳，基金、理财缺乏赚钱效应后流入存款的影响。参照传统金融强国的居民可支配收入构成中有16%来自财产性收入，我国当前4%的水平仍然偏低。在利率不断下行，利息收入减少情况下，需要通过合理的体制机制建设，强化投资者保护并提升资本市场回报水平，引导储蓄流入资本市场，最终助力金融强国建设。

其次，经济转型高质量发展，资本市场将发挥不可或缺的作用。中央金融工作会议提出，高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务，建设金融强国要做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章。我国资本市场在服务高质量发展和做好五篇大文章方面的优势不可替代：一是资本市场具有信息高度透明、价格信号灵敏的特点，是政策传导与资源配置的重要渠道；二是资本市场具有风险共担、利益共享的特点，能够促进完善公司治理，有效激发社会创新创造活力和企业家精神；三是资本市场具有优化融资结构的功能，将助力稳定宏观杠杆率；四是资本市场拥有覆盖股债期、场内外等丰富投融资工具，能够满足实体经济和投资者的多元化金融需求。

第三，通过完善投融资交易三端制度，将重塑股市经济“晴雨表”功能。过去三十多年，资本市场不能充分反映经济“晴雨”的原因很多，如投融资结构不平衡“重融轻投，涸泽而渔”；投资者保护不足“周期性割韭菜”；部分上市公司沉迷资本运作“苦练内功不足”；上市公司信息披露质量不高；资产管理机构违背受托义务；交易制度设计不公平等。融资端、投资端、交易端各个环节的有待完美，造成如今的中国股市的“三十不立”。但我们看到这一切正在改变，完善投融资交易三端制度，重塑股市经济“晴雨表”功能指日可待。

### 3.1.3 立足当下：A股定位再校准，提振信心再启航

#### 3.1.3.1 战略定位：A股市场定位再校准，活跃市场提振信心

通过对中国股市三十年发展的思考，全社会围绕资本市场的定位问题开展了许多有益的探讨，职能部门也组织各种座谈会问计于民。11月中央金融工作会议强调要加快建设金融强国，更好发挥资本市场枢纽功能，就是新时代新征程上党中央赋予资本市场的新定位。面对当下投资者预期偏弱、信心缺失的问题，7月24日政治局会议提出了“活跃资本市场，提振投资者信心”，就是基于资本市场新定位指出的新目标。

在资本市场新的定位下，“活跃资本市场、提振投资者信心”是政治局层级对中国资本市场的殷切期望，也符合

广大投资者（人民）对股市的期待，更是时代赋予中国股市新的历史使命。我们可喜的看到围绕新定位和目标，各职能部门都在行动。证监会在传达中央金融工作会议精神中提出了具体的工作计划：第一，推动股票发行注册制走深走实。坚持以信息披露为核心的理念不动摇，坚持注册制的基本架构不动摇，加大对高水平科技自立自强、现代化产业体系建设等重点领域的支持力度。加大力度推进投资端改革，吸引更多中长期资金入市，动态优化IPO定价、再融资、减持等制度安排，促进投融资动态平衡。第二，健全多层次资本市场体系。积极发展多元化股权融资，坚守各交易所板块定位，支持上海、深圳证券交易所建设世界一流交易所，高质量建设北京证券交易所，推动新三板和区域性股权市场制度和业务创新，更好发挥私募股权创业投资基金积极作用，进一步完善层层递进的市场结构。促进债券市场高质量发展，推动不动产投资信托基金（REITs）市场扩面提质。稳慎有序发展期货和衍生品市场，助力提高大宗商品价格影响力。第三，大力提高上市公司质量。资本市场“晴雨表”功能主要通过上市公司来体现。去年，5000余家上市公司实现增加值超过18.23万亿元，占GDP的15.1%，研发投入占全国研发支出的五成。将扎实推动新一轮提高上市公司质量三年行动方案落地，突出中国特色公司治理建设。优化并购重组、股权激励、分红等制度安排，健全常态化退市机制，督导上市公司规范治理、诚信经营，支持更多上市公司做优做强，带动产业链供应链上下游、大中小企业协同发展，助力夯实经济高质量发展的微观基础。第四，推进资本市场高水平制度型对外开放。统筹开放和安全，稳步推进市场、机构、业务的立体化开放，深化拓展互联互通，便利跨境投融资，同步加强开放条件下的监管能力建设。

■ 图表 124. 近期围绕资本市场融资端、投资端、交易端政策举措

措施类别	序号	时间	部门	具体措施
投资端	1	8月27日	证监会	放宽指数基金注册条件，提升指数基金开发效率，鼓励基金管理人加大产品创新力度。
	2	8月27日	证监会	引导头部公募基金公司增加权益类基金发行比例，促进公募基金总量提升和结构优化。
	3	8月27日	证监会	推进公募基金费率改革全面落地，降低管理费率水平。
	4	8月27日	证监会	引导公募基金管理人加大自购旗下权益类基金力度。
	5	8月27日	证监会	建立公募基金管理人“逆周期布局”激励约束机制，减少顺周期共振。
	6	8月27日	证监会	拓宽公募基金投资范围和策略，放宽公募基金投资股票股指期货、股指期货、国债期货等品种的投资限制。
	7	8月15日	央行	降存款利息。
	8	8月28日	央行	降个人所得税。
	9	8月31日	央行	降房贷利率，增量、存量均降。
	10	9月14日	央行	下调存款准备金0.25%，至7.4%。
	11	10月11日	中央汇金	汇金增持四大行。
	12	10月23日	中央汇金	汇金增持ETF。
交易端	13	8月27日	证监会	下调证券交易印花税税率，由按股票交易成交金额的1‰对卖方单边征收，下调至按0.5‰征收。
	14	8月27日	证监会	降低证券交易经手费，同步降低证券公司佣金费率。

措施类别	序号	时间	部门	具体措施
交易端	15	8月27日	证监会	进一步扩大融资融券标的范围, 降低融资融券费率, 将ETF纳入转融通标的。
	16	8月27日	证监会	完善股份减持制度, 加强对违规减持、“绕道式”减持的监管, 同时严惩违规减持行为。
	17	8月27日	证监会	优化交易监管, 增强交易便利性和畅通性, 提升交易监管透明度。适时推出程序化交易报告制度。
	18	8月27日	证监会	研究适当延长A股市场、交易所债券市场交易时间, 更好满足投资交易需求。
	19	11月17日	证监会	打击衍生品通道规避监管行为。
融资端 / 上市公司质量	20	8月27日	证监会	房地产上市公司再融资不受破发、破净和亏损限制。
	21	8月27日	证监会	制定实施资本市场服务高水平科技自立自强行动方案。建立完善突破关键核心技术的科技型企业上市融资、债券发行、并购重组“绿色通道”。
	22	8月27日	证监会	强化分红导向, 推动提升上市公司特别是大市值公司分红的稳定性、持续增长性和可预期性。研究完善系统性长期性分红约束机制。通过引导经营性现金流稳定的上市公司中期分红、加强对低分红公司的信息披露约束等方式, 让投资者更早、更多分享上市公司业绩红利。
	23	8月27日	证监会	修订股份回购制度规则, 放宽相关回购条件, 支持上市公司开展股份回购。
	24	8月27日	证监会	深化上市公司并购重组市场化改革。优化完善“小额快速”审核机制, 适当提高轻资产科技型企业重组的估值包容性, 丰富重组支付和融资工具。
	25	8月27日	证监会	进一步推动中国特色估值体系建设。突出扶优限劣, 研究对于破发或破净的上市公司和行业, 适当限制其融资活动, 要求其提出改善市值的方案。
	26	8月27日	证监会	统筹好一二级市场平衡。合理把握IPO、再融资节奏, 完善一二级市场逆周期调节。此外, 在支持北交所高质量发展、推出企业境外上市“绿灯”案例、进一步推动REITs常态化发行方面也将推出务实举措。
激发市场机构活力	27	8月27日	证监会	坚持集约化、差异化、功能化、国际化发展方向, 建设高质量投资银行。优化证券公司风控指标计算标准, 适当放宽对优质证券公司的资本约束, 提升资本使用效率。
	28	8月27日	证监会	实施融资融券逆周期调节, 在杠杆风险总体可控的前提下, 研究适度降低场内融资业务保证金比率。
	29	8月28日	证监会	上调融券保证金比例, 阶段性收紧战投配售股份出借。
	30	8月27日	证监会	研究推出深证100股指期货期权、中证1000ETF期权等系列金融期货期权品种, 更好满足投资者风险管理需要。允许更多境内外投资机构在审慎前提下使用衍生品管理风险。
	31	8月27日	证监会	落实差异化监管政策, 对优质私募股权创投基金简化登记备案, 进一步推进私募股权创投基金实物分配股票试点。
	32	8月27日	证监会	大力发展中国特色指数体系和指数化投资, 鼓励各类资金通过指数化投资入市。
	33	11月3日	证监会	支持券商做大做强。
支持香港市场发展	34	8月27日	证监会	在沪深港通中引入大宗交易机制。
	35	8月27日	证监会	持续优化互联互通机制, 进一步拓展互联互通标的范围, 在港股通中增设人民币股票交易柜台。
支持香港市场发展	36	8月27日	证监会	在香港推出国债期货及相关A股指期权。
	37	8月27日	证监会	支持在美上市中概股在香港双重上市。

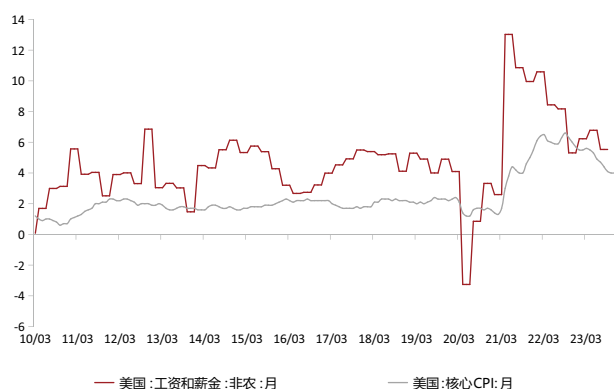
措施类别	序号	时间	部门	具体措施
其他	38	8月27日	证监会	推动优化上市公司股权激励个人所得税纳税时点等资本市场相关税收安排。
	39	9月10日	证监会	推动建立健全保险资金等权益投资长周期考核机制，下调险资风险因子，促进其加大权益类投资力度。
	40	8月27日	证监会	引导和支持银行理财资金积极入市。
	41	8月27日	证监会	支持银行类机构等更多投资者全面参与交易所债券市场，等等。
	42	下半年	中纪委	加大国企、金融领域反复力度。
	43	10月31日	中央	金融工作会议再提活跃资本市场。
	44	11月3日	国安部	将唱空，做空，掏空，上升到国家安全高度。
	45	10月24日	国务院	增发1万亿特别国债。

资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 3.1.3.2 外部环境：美元加息周期结束，全球资产迎来机遇

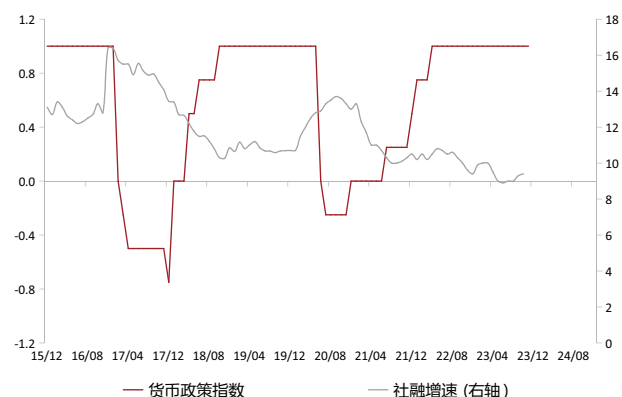
2024年美联储紧缩已至尾声，美元降息周期开启，全球风险资产迎来曙光，国内货币政策仍将维持相对宽松，A股内外部流动性环境都将改善。2023年，美联储紧缩持续时间超出市场预期，是影响全球资产表现最为重要的一个因素。进入2024年，一方面，美联储加息周期基本结束，核心CPI等主要指标已经出现明显走弱迹象，美联储在2023年12月连续第三次暂停加息后，对于未来货币政策也传达出更为“鸽派”的表态。虽然市场对2024年美联储开启降息的时点仍有较大分歧，但2024年美联储加息行至尾声是较为确定的事件，海外货币的边际宽松有望成为影响2024年全球大类资产走势最为重要的一个因素。另一方面，国内需求内生动能还相对不足，地产下行风险尚未完全出清，货币政策仍将维持相对宽松的基调。与此同时，财政发力是2024年的主基调，过程中也需要宽松的货币政策予以配合。因此，我们认为2024年货币政策将精准发力，政策端呈现“稳货币宽财政”的组合。

■ 图表 125. 海外薪资增速及核心通胀拐点已现 (%，%)



资料来源：iFind，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 126. 2024 年国内或呈现宽信用稳货币的组合 (%)



资料来源：iFind，中国银行投资策略研究中心

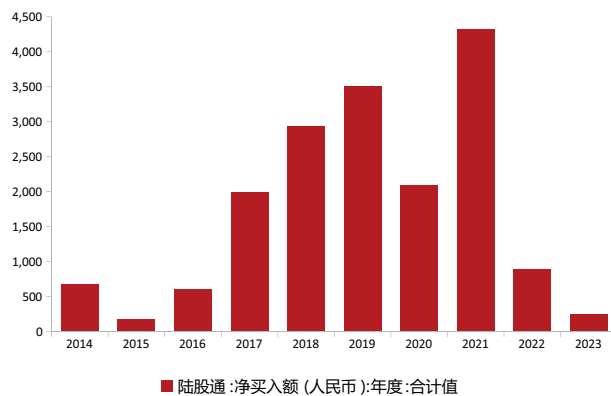
海外压制因素缓和，2024年A股有望走出底部。2023年，海外紧缩的持续周期超预期及国内盈利预期的底部波动，是影响大类资产表现的两个主要因素，资产表现上总体呈现为：美股为首的发达国家权益资产最优，国内债券优于股票，商品分化严重，油价超预期高涨，黄金如期走强，顺周期传统工业品价格走弱。2024年，这两方面因素都将有所反转。一方面，海外流动性紧缩压制不再，美债利率的高位回落有望成为2024年影响全球大类资产配置的关键因素。2023年以来，持续超预期的强劲美元走势使得人民币汇率承压，北上资金大幅净流出，一定程度上也拖累了A股表现。2024年，美元的走弱有望提振新兴市场权益资产，2023年拖累A股的北上资金净流出也有望得到边际修复。另一方面，2024年政策发力，市场预期磨底后，内需修复的预期将会逐步弥合，市场盈利预期也将有望迎来回暖。因此，A股在原有赔率优势的基础上有望逐步走出底部，迎来复苏黎明。

图表 127. 美元下行周期，新兴市场风险资产占优



资料来源：iFind，中国银行投资策略研究中心

图表 128. 2023年北上资金净流入规模为近年来最低（亿元）



资料来源：iFind，中国银行投资策略研究中心

估值提升层面，联储停止加息有望提振A股估值。历史上，联储紧缩周期停止后，海外流动性紧缩的边际放缓对于A股大概率将会形成提振作用。我们汇总了历次联储加息停止后3个月至一年时间内主要大类资产的表现情况，发现：1) 对于美股而言，在停止加息后的3个月内，美股跌多涨少，而随着时间增加，美股对于经济下行负面预期的消化及货币宽松对经济的支撑效用显现，美股涨幅和胜率多会随着时间推移而增加；2) 横向对比同期美股，A股在联储停止加息后的短期胜率更高，而同样随着时间增加，停止加息后A股的绝对收益也更加显著。在美债利率冲高回落初期，A股的估值提振效应最为显著，其背后的逻辑来源于：海外紧缩压制缓和，全球配置资金回流，而国内周期拐点通常领先于海外，风险偏好的进一步上行，带来较为可观的A股估值提振效应。

图表 129. 美联储加息停止后大类资产表现

T+3		标普 500	上证	CRB 商品	LME 铜	布油	黄金	中债
1974年4月	1974年7月	-8.5%	-	-2.6%	-	-	-16.6%	-
1981年5月	1981年8月	-1.4%	-	0.9%	-	-	-15.9%	-
1989年2月	1989年5月	4.1%	-	-1.4%	-	-	-4.2%	-



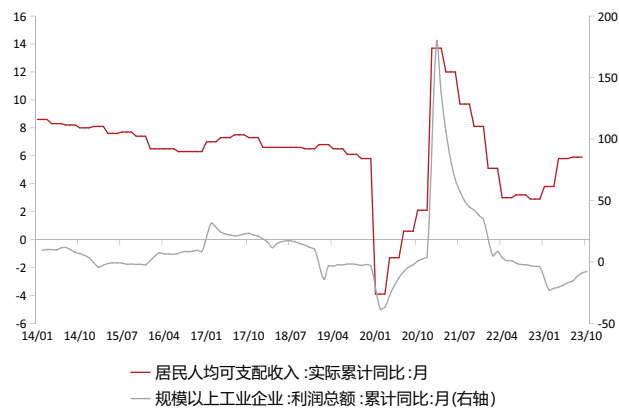
T+3		标普 500	上证	CRB 商品	LME 铜	布油	黄金	中债
2000 年 3 月	2000 年 6 月	4.0%	10.5%	6.1%	2.7%	-1.3%	-7.3%	-
2006 年 5 月	2006 年 8 月	-2.6%	12.0%	3.3%	12.5%	4.9%	-1.8%	-0.6%
2018 年 9 月	2018 年 12 月	-4.9%	-5.0%	1.2%	3.6%	-10.9%	1.3%	2.2%
加息停止后 3 个月表现均值		-1.6%	5.8%	1.2%	6.3%	-2.4%	-7.4%	0.8%
T+6		标普 500	上证	CRB 商品	LME 铜	布油	黄金	中债
1974 年 4 月	1974 年 10 月	-32.4%	-	-1.5%	-	-	-12.6%	-
1981 年 5 月	1981 年 11 月	-8.2%	-	-6.6%	-	-	-11.5%	-
1989 年 2 月	1989 年 8 月	16.3%	-	-3.3%	-	-	-6.5%	-
2000 年 3 月	2000 年 9 月	11.1%	17.9%	-0.4%	11.7%	6.2%	-5.7%	-
2006 年 5 月	2006 年 11 月	5.1%	27.6%	7.7%	3.4%	-17.1%	-6.3%	1.3%
2018 年 9 月	2019 年 3 月	-4.0%	7.9%	0.3%	8.6%	-12.3%	9.7%	3.9%
加息停止后 6 个月表现均值		-2.0%	17.8%	-0.6%	7.9%	-7.7%	-5.5%	2.6%
T+12		标普 500	上证	CRB 商品	LME 铜	布油	黄金	中债
1974 年 4 月	1975 年 4 月	-11.3%	-	-13.8%	-	-	2.5%	-
1981 年 5 月	1982 年 5 月	-12.3%	-	-9.8%	-	-	-25.2%	-
1989 年 2 月	1990 年 2 月	10.6%	-	-9.2%	-	-	5.3%	-
2000 年 3 月	2001 年 3 月	-9.3%	14.3%	2.1%	3.6%	-1.0%	-9.2%	-
2006 年 5 月	2007 年 5 月	13.1%	166.7%	21.2%	9.7%	-4.3%	5.1%	1.7%
2018 年 9 月	2019 年 9 月	0.9%	5.9%	-5.9%	-5.7%	-19.0%	27.1%	6.2%
加息停止后 12 个月表现均值		-1.4%	62.3%	-2.6%	2.5%	-8.1%	0.9%	3.9%

资料来源：iFind，中国银行投资策略研究中心

### 3.1.3.3 经济基本面：长期转型短期复苏，A 股具备走好经济基础

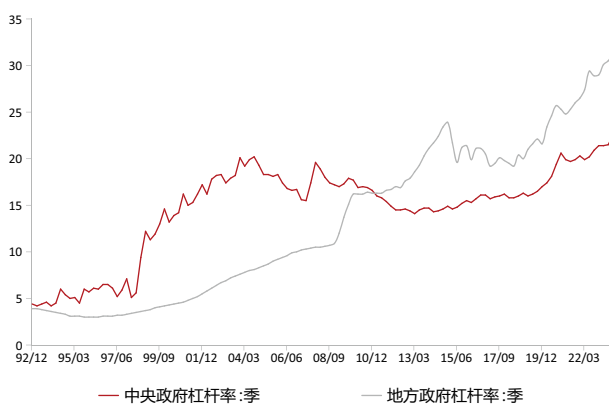
2024 年国内需求：稳增长发力主导，动能转换难避波动。2023 年，内需之所以低于预期，主要因为地产走弱持续时间超预期，以及稳增长（尤其是财政端）发力时点及力度弱于预期。2024 年这两方面均有望得到缓和或修复：一方面，在城中村、保障房、平急两用三大工程的增量及前期销售端宽松政策加速释放的作用下，地产投资对于经济的负面拉动作用降低；另一方面，增发国债、化解地方债务风险等政策出台标志着 2024 年财政端发力的积极态度，中央经济工作会议“先立后破、以进促稳”的定调下，2024 年财政发力将成为保证 GDP 增速的核心。此外，随着融资成本回落、企业盈利跌幅收窄，将为居民收入增加、消费回温带来正向拉动作用。我们预期在 2024 年下半年随着海外需求企稳，制造业投资有望保持温和增长。需要指出的是，当前国内经济仍处于结构转型、新旧产业动能转换的过渡期，虽然短期内需有望迎来修复，但过渡期的复杂性将会为资本市场的预期带来更多波动。

■ 图表 130. 企业利润领先居民收入，预示消费回温（%，%）



资料来源：iFind，中国银行投资策略研究中心

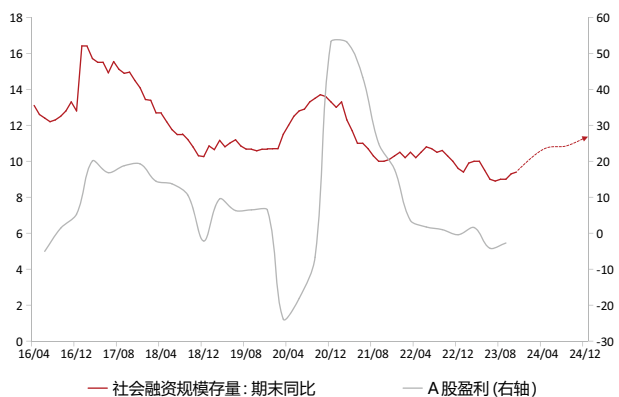
■ 图表 131. 中央政府杠杆率仍有提升空间（%）



资料来源：iFind，中国银行投资策略研究中心

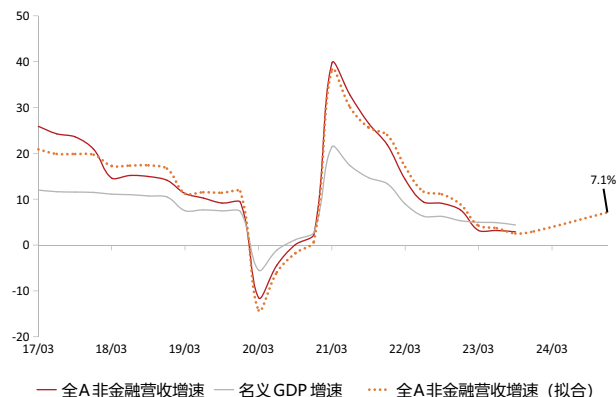
盈利层面，有望触底回暖。2024年，国内信用环境有望回暖，社融增速触底回升，A股盈利也将迎来底部上行。立足当前看，存量社融增速仍在底部震荡，四季度以来新增社融总量符合预期而结构有待改善，预计随着财政发力，开年社融增速有望触底回温，A股盈利也将有望跟随向上。2023年上市公司三季报中，非金融行业A股盈利增速已经出现了一定的止跌回温迹象，但内生动能依旧偏弱，仍有待宽信用政策发力。基于宏观部分对2024年主要经济指标的预测数据，在实际GDP增速4.9%，CPI增速1.2%、PPI增速0.2%的假设下，名义GDP增速有望录得5.9%，全A非金融营收增速有望录得7.1%。在净利率率跟随价格因素小幅修复假设下，2024年全A非金融盈利增速或录得6.1%左右水平。

■ 图表 132. 社融增速底部震荡，A股盈利有望触底（%，%）



资料来源：iFind，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 133. 价格及基数支撑下 2024 全 A 非金融营收增速有望修复（%）



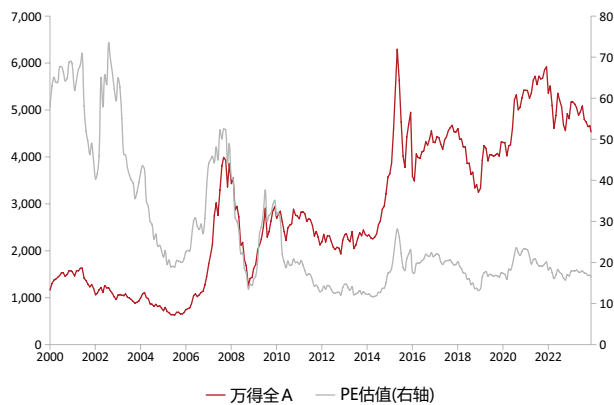
资料来源：iFind，中国银行投资策略研究中心

### 3.1.3.4 股票估值：风险释放性价比高，A股具备比较优势

估值层面，风险充分释放，估值性价比高。2023年，A股在全球股市普遍上涨的情况下逆市下跌着实令市场信心受挫，但塞翁失马焉知非福，也可将2023年的下跌视为风险的充分释放和性价比提升。与国际比，从静态估值水

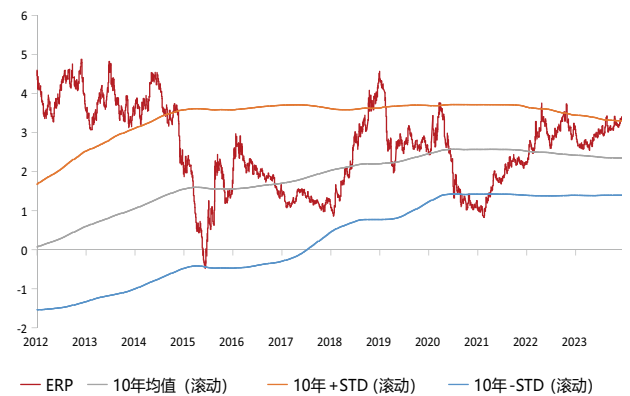
平看，A股在全球主要经济体中最低，万得全A的PE为16.17倍已经低于其他经济体成分指数估值，而估值最低的红利指数PE仅为5.46，2022年和2023年股息率分别为7.24%和6.63%。与历史比，反映A股绝对估值水平的PB为1.43倍，已处于历史上第二低的水平，仅比2018年的1.42倍略高。过去十年PB低点分别出现在2013年和2018年，呈现每五年一个低点的规律特征，预计2023年有望成为未来五年的低点。与其他大类资产比，ERP性价比凸显。拉长时间看，股市上涨的核心动能还是来自上市公司盈利水平、回报股东能力及意愿的提升。一方面，目前A股ROE已经企稳回升，未来趋势有望继续向上，而欧美股市却正好相反。另一方面，在监管鼓励上市公司现金分红回报股东的相关政策支持下，近年来上市公司分红回报率稳步提升。2022年，全市场股息率已经达到2.7%的历史高位；2023年，市场下跌叠加现金分红公司占比和分红率的提高，预计股息率将进一步提升。

■ 图表 134. 联储停止加息后 A 股估值提振效应显著



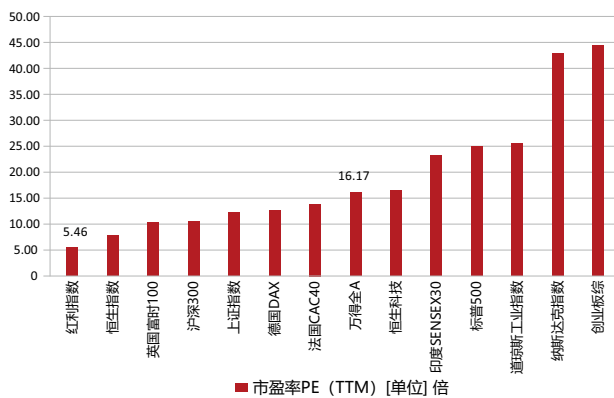
资料来源：Wind，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 135. 当前 A 股 ERP 水平性价比凸显



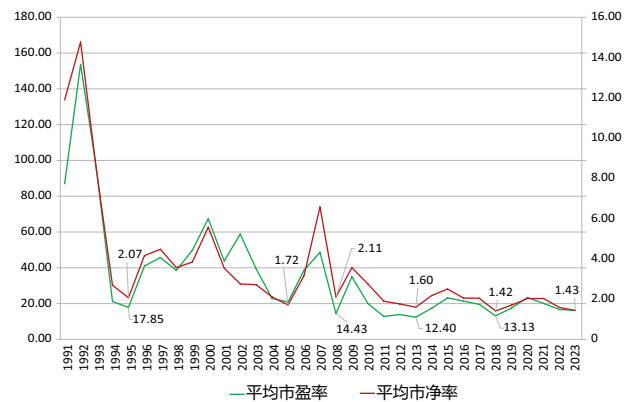
资料来源：iFind，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 136. 全球主要股市估值水平（倍）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 137. 历年 A 股 PE、PB 值（倍，倍）

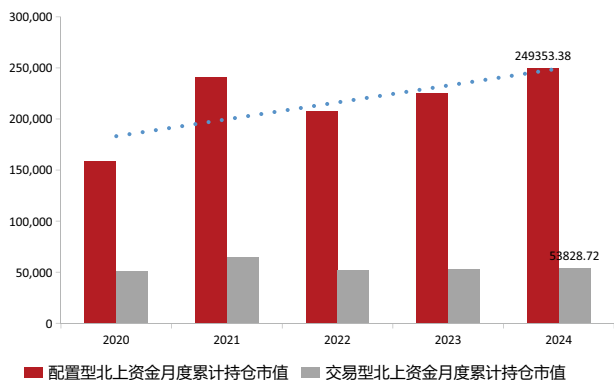


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

资金层面，北上资金净流出拖累将会明显好转，社保与保险等可配置资金有望显著上升。因美元流动性偏紧及国内复苏预期偏弱，北上资金大幅净流出，股票市场微观流动性压力显著增加。尽管权益ETF资金持续流入，但仍然无法完全对冲北上资金流出对股票市场微观流动性的影响。此外，外资重仓股遭到减持，对指数也形成了较大拖累。2024年，联储紧缩行至尾声，国内复苏预期有望边际修复，拖累A股资金面的主要因素有望得到缓和。从

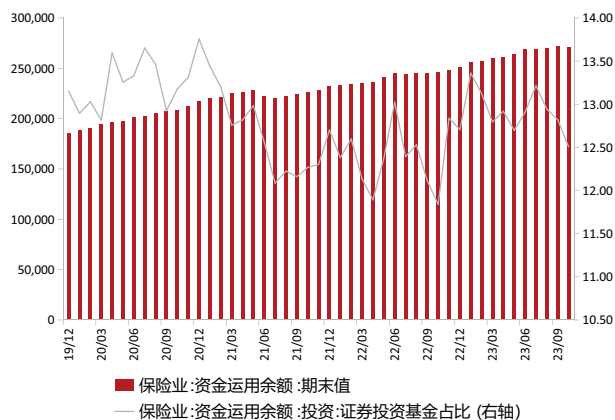
其他资金来源看，社保基金对股票类、股权类资产的最大投资比例进一步明确；险资投向股票和证券投资基金占比（12.8%）远低于上限（45%），且市场已有诸如新华与国寿成立合资私募证券投资基金的险资投资动向，2024 社保与保险资金配置动向值得特别关注。

■ 图表 138. 交易型与配置型北上资金月度累计持仓市值变动（亿元）



资料来源：iFind，中国银行投资策略研究中心

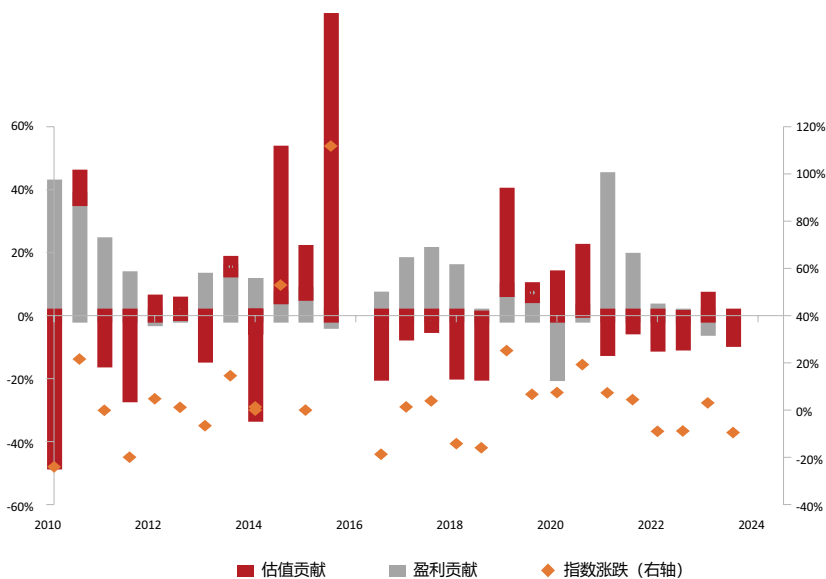
■ 图表 139. 保险业资金运用余额与证券投资比例（亿元，%）



资料来源：iFind，中国银行投资策略研究中心

A 股有望迎来高质量发展新格局。2024 年宏观环境组合为“宽信用+稳货币+盈利牛”，在这样的环境下 A 股市场将会迎来分子端主导的高质量发展新格局。可近似对标的宏观周期为 2012 年下半年至 2013 年期间，但流动性环境将会显著优于彼时。盈利正贡献将主导 2024 年的 A 股市场，若流动性环境未出现超预期紧缩，预期与流动性的双重支撑下估值将不会被拖累，A 股将会重回盈利牛，关注业绩增长将会重新成为市场投资主线。

■ 图表 140. A 股盈利估值贡献及预测（%，%）



资料来源：iFind，中国银行投资策略研究中心

### 3.1.3.5 关注行业：助力新质生产力行业

2024年A股行业景气预测：关注景气维持以及困境反转行业。基于当前分析师盈利静态预期，可以了解当前市场对于未来一级行业表现的看法。从类别上，仍可分为四类：1) 景气维持：2023年以及2024年绝对景气程度都较高，主要是中游先进制造大类（机械、军工）、医药、TMT（计算机、传媒）及出行链（消费者服务、交运）大类；2) 困境反转：2024年盈利存在困境反转预期的行业，主要集中在电子、农林牧渔、基础化工、建材，以及减亏的有色、钢铁等；3) 困境持续：2023年景气低迷且2024年预期仍然较弱的行业，主要集中在上游资源和金融地产链；4) 相对景气回落：主要集中在食品饮料、电力公用、商贸及纺服等。

图表 141. 2024 年一级行业景气预测表

行业名称	2023 年一级行业 1 月-12月15日涨跌幅	2022A 样本盈利增速	2022A(行业实际 际增速)	2023Q3 样本盈利 增速	2023Q3(行业实际 增速)	2023E 样本盈利增 速	2023E 样本盈利增 速对应排名	2024E 样本盈利增 速	2024E 样本盈利增 速对应排名
农林牧渔	-13%	482%	142%	-60%	-420%	-44%	-14	298%	14
电子	5%	-21%	-35%	25%	-33%	5%	-6	47%	13
交通运输	-13%	-50%	-47%	56%	35%	155%	13	40%	12
基础化工	-14%	13%	2%	36%	-48%	-19%	-13	36%	11
消费者服务	-40%	-41%	-68%	77%	171%	120%	12	36%	10
计算机	13%	-17%	-37%	0%	17%	45%	10	33%	9
机械	-3%	-4%	-10%	11%	7%	28%	6	32%	8
医药	-7%	4%	-5%	8%	-14%	21%	3	29%	7
国防军工	-11%	19%	-8%	5%	-4%	28%	5	30%	6
轻工制造	-6%	-18%	-29%	-1%	-15%	40%	8	28%	5
建材	-21%	-45%	-49%	28%	-32%	-5%	-10	26%	4
汽车	6%	26%	0%	30%	30%	38%	7	27%	3
电力设备及新能源	-29%	66%	74%	13%	9%	18%	1	23%	2
传媒	35%	-71%	-83%	26%	27%		14	25%	1
非银行金融	1%	-21%	-26%	11%	3%	11%	-3	23%	-1
商贸零售	-7%	-17%	63%	15%	7%	41%	9	21%	-2
有色金属	-10%	73%	63%	28%	-27%	-12%	-11	20%	-3
钢铁	-6%	-34%	-72%	13%	-34%	0%	-9	19%	-4
食品饮料	-16%	15%	12%	16%	16%	19%	2	21%	-5
电力及公用事业	1%	46%	55%	46%	49%	100%	11	18%	-6
纺织服装	5%	-9%	-31%	17%	22%	21%	4	15%	-7
房地产	-21%	-32%	-341%	11%	-6%	14%	-4	14%	-8
建筑	-3%	14%	11%	3%	2%	14%	-2	14%	-9
家电	6%	10%	8%	15%	13%	16%	-1	13%	-10
通信	25%	12%	84%	7%	7%	11%	-5	12%	-11
石油石化	5%	32%	7%	-4%	-4%	7%	-7	10%	-12
煤炭	13%	54%	49%	28%	-27%	-18%	-12	6%	-13
银行	-4%	8%	8%	3%	3%	4%	-8	6%	-14

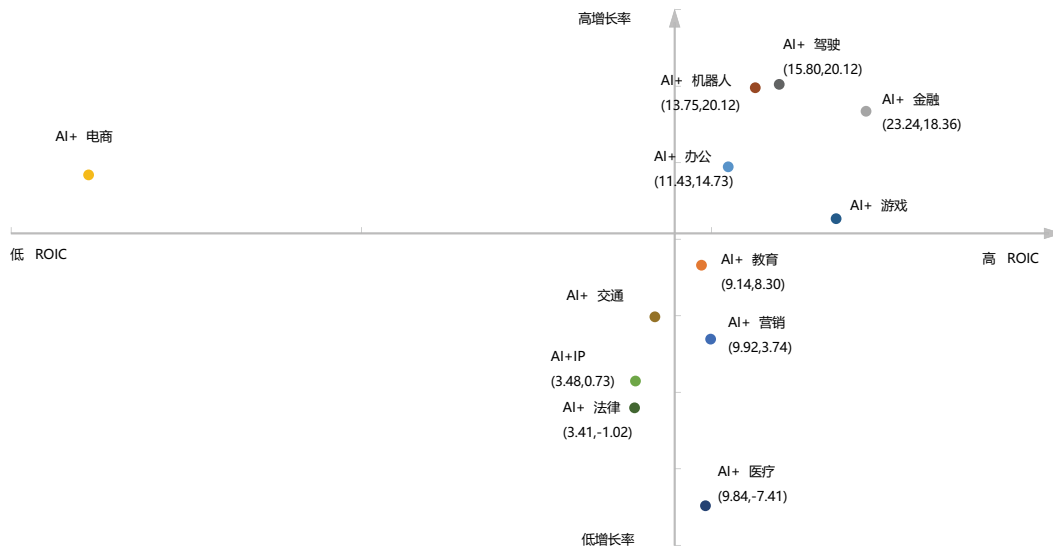
资料来源：iFind，中国银行投资策略研究中心

行业配置上，我们认为：新赛道（TMT与高端制造）>核心资产（医药）>老赛道（新能源、国防军工）>金融周期。

新赛道主要集中在TMT与高端制造行业。2023年中央经济工作会议将“以科技创新引领现代化产业体系建设”放在2024年重点经济工作的第一位，其中特别强调“大力推进新型工业化，发展数字经济，加快推动人工智能发展。打造生物制造、商业航天、低空经济等若干战略性新兴产业。”当前，我国正处于经济转换的关键时期，科技和高端制造是新经济的支柱与核心，是当前政策合力最充足、确定性最高的方向，也是全球新兴产业趋势共振的方向。并且，当前第二库存周期上行已基本确认，相对于资本开支开启的第一库存周期“量价齐升”，第二库存周期价格上

行力度较弱，估值分布结构性突出，中游制造业也最有望受益。因此，TMT与高端制造业是我们认为的2024年最值得关注和布局的赛道。细分来看，TMT与高端制造板块目前受到三大主线逻辑催化：AI产业趋势已成，行业正处于渗透率加速阶段；科技自主可控要求强化、“国产替代”需求迫切；部分中国科技行业已具备强竞争力，出海进程正在加速。重点关注：AI产业链（硬件端算力基础设施与软件端“AI+应用”）、自主可控主线（半导体设备及材料、信创、卫星通信、机器人等）、科技出海主线（半导体封测、消费电子、游戏、光模块等）。

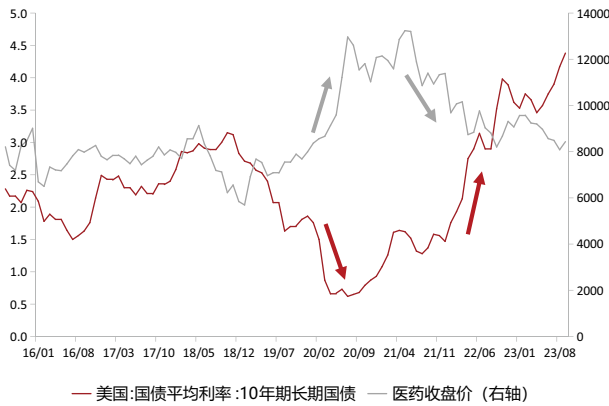
图表 142. AI 应用端 ROIC-g 商业模式分析



资料来源：iFind，中国银行投资策略研究中心

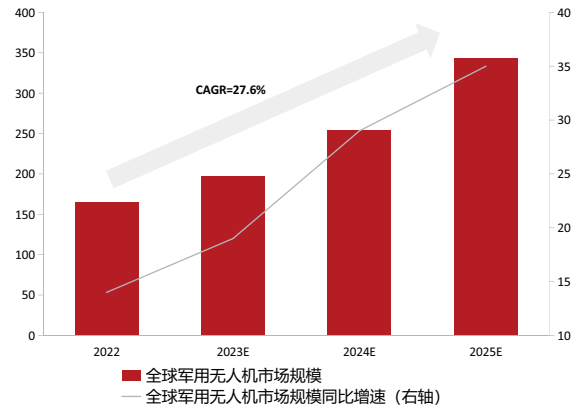
其他核心资产中，医药行业具备困境反转逻辑。前期医药反腐、医保谈判带来的行业不确定性已有所消散且行业具备景气催化。细分行业层面，重点关注创新药及医疗器械。而对于2020年至2021年表现优异的老赛道，如新能源、军工等，当前行业中观景气度面临一定的负面影响因素，需要选择优质细分赛道或等待合适时机进行投资。在经历了2020年至2022年的产能扩张后，2023年新能源的主要板块，如新能源汽车、光伏、储能等诸多产业链均存在一定产能过剩的问题，且2024年产业链的相关环节产能过剩的问题或仍将延续。尽管碳酸锂价格有望在2024年年初企稳，在一定程度上带动产业链行业特别是材料厂业绩回暖，但在大的供给过剩周期下，行业供需拐点难现，行情可能不具备大的反转动力，围绕新能源板块，布局业绩区间回暖的反弹机会，及布局供需均衡或需求尚未充分释放的海风等赛道或是更好选择。2023年受制于人事调整等原因，军工“十四五”中期订单落地不及预期，但随着人事更迭进入尾声，前期迟滞的订单有望在2024年集中落地，2023年10月中旬以来的各厂商新增订单已有所回暖便是很好的验证。当前军工估值处于历史低位，若2024年订单需求落地，行业业绩有望修复，重点关注军用飞机、无人机和大飞机产业链。

■ 图表 143. 医药收盘价与美债 10 年期国债利率呈负相关（%，点）



资料来源：iFind，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 144. 全球军用无人机市场有望高速扩张（亿美元，%）



资料来源：TrendForce，中国银行投资策略研究中心

重点关注主题：智能驾驶，2024 有望迎来奇点时刻。随着用户对智能化体验的需求不断提升，政策的持续推进及对行业的高度重视，智能驾驶技术得到了迅速的发展，这一趋势有望在 2024 年得到延续。当前国内智能驾驶功能的普及仍处于相对较低水平，随着技术逐渐成熟，产品价格下降，以及用户对智能化体验的不断追求，智能驾驶功能正逐步从高端豪华车型向中低端车型拓展，其渗透率呈快速上升趋势。2024 年有望迎来 L3 智驾大规模量产的奇点时刻。

■ 图表 145. 汽车智能化投资产业链图谱



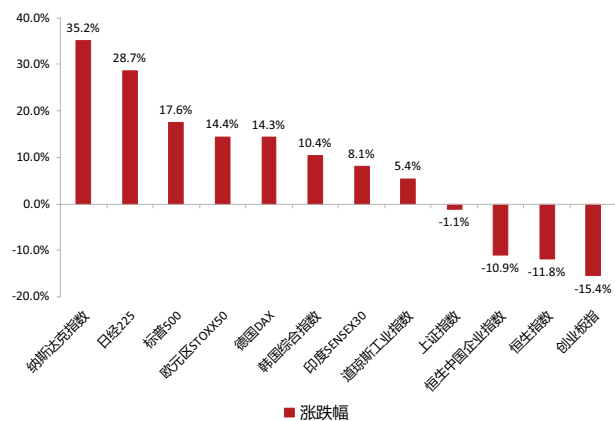
资料来源：通联数据，中国银行投资策略研究中心

展望2024年，美元加息周期结束，外部压力缓解，全球资产迎来机遇，A股受益于美元流出估值有望提升；房地产风险缓释和地方债务化解长效机制建立，影响中国经济长期增长预期的障碍逐渐消除；经济转型高质量发展，短期经济继续复苏，A股具备走好经济基础；经过连续两年的下跌，A股风险充分释放，国际横向比较、自身历史纵向比较和股债性价比多角度反应A股估值均在周期性、历史性绝对低位，值得全球资金配置。建议关注助力新质生产行业投资机会。2024年龙飞凤舞，A股定位再校准，提振信心再启航。

### 3.1.4 港股：内强外缓共振蓄势，港股迎来历史转折

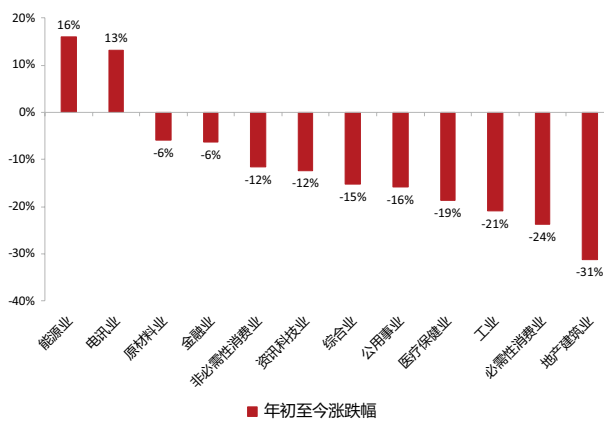
在经历2021年、2022年两年单边下跌后，港股曾在2022年年底至2023年1月期间阶段性大幅反弹，此后，2023年全年单边震荡下跌，继续积蓄未来反弹动能。港股走势低迷缘由来源于内外部多方面：一是美国经济韧性和加息持续周期超预期，导致美联储加息幅度及高利率维持时间均超预期，港股流动性继续紧张；二是中国复苏不及预期，中国经济基本面承压，实际表现与年初的乐观预期差距较大，市场经历重新定价；三是中美竞争博弈加剧风险外溢港股市场，中美关系在2023年10月份前未有实质性改善，部分外资基于价值观偏见投资中国资产，港股资产首当其冲，出现阶段性下降。主要行业中，能源业、电讯业录得涨势，其他行业全部下跌，其中地产建筑业、必需性消费业、工业跌幅最大，资讯科技业及医疗保健业相对上年度跌幅收窄。

■ 图表 146. 全球主要股指 2023 年涨跌幅（截止 11 月 17 日，%）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 147. 港股 2023 年以来各行业涨跌幅（截止 11 月 17 日，%）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

#### 3.1.4.1 再论港股市场特性：基本面决定根本，货币政策决定风向

不同于近三年市场上唱空港股的观点，如“港股是被抛弃的市场”、“港股流动性枯竭”、“港股不反映基本面”等悲观论调，我们仍然坚定地认为，国家继续支持香港国际金融中心的建设，香港的国际地位并未发生根本变化。港股走势未来将由基本面决定。而作为典型的离岸市场，美国货币政策对香港市场的流动性产生关键影响。

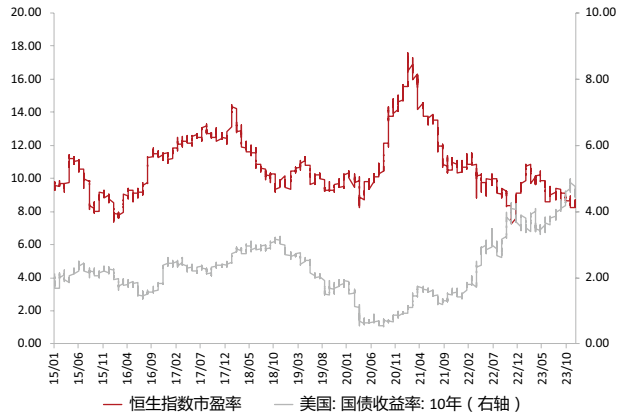


■ 图表 148. 恒生指数净利润增速与估值对比(%, 倍)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 149. 港股估值与美国十年期国债对比(倍, %)

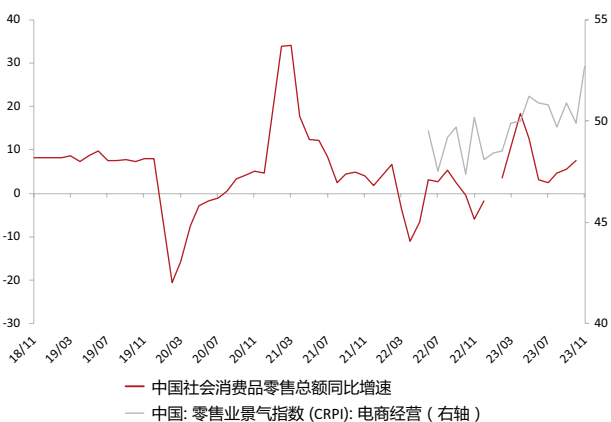


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 3.1.4.2 基本面：中国经济触底回升，为港股提供坚实支撑

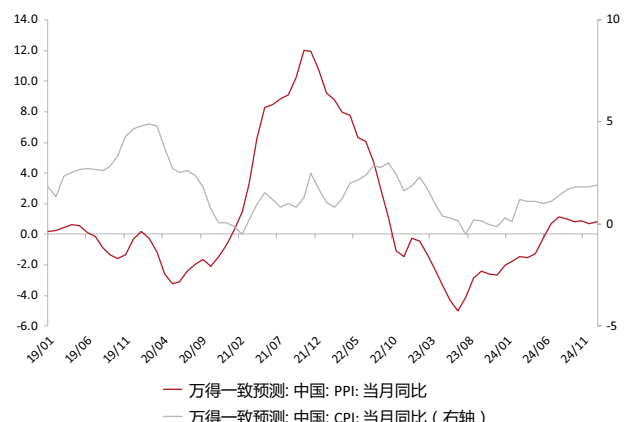
从财政政策来看，当前中国经济复苏的基础还不牢固。出口受美国衰退预期影响，预计在2024年对经济发展贡献有限；消费虽逐渐走出低谷，但估计对于经济发展的正向反馈节奏偏慢。因此，财政政策有望持续发力、托底经济，2023年四季度1万亿超预期财政支出计划即是体现。从货币政策来看，如前所述，由于中国当前宏观经济仍然承压，货币政策在大方向上将继续维持宽松，且美联储进入降息周期后，也将给人民币更多操作空间。从近期经济数据来看，中国2023年宏观经济走势一波三折，但自2023年8月以来呈底部反弹复苏态势，中国社会消费品销售总额、电商销售指数、PPI、CPI等主要指标的月度高频数据以及相应的市场一致预期均触底回升。综合而言，无论是为了实现2035年远景规划确立的经济总量“翻一番”的长期目标，还是在短期确保就业、凸显国际地位，政策将继续支持中国经济高质量发展，为港股的基本盘形成强支撑。

■ 图表 150. 中国社会消费品零售总额(%, %)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 151. 中国 PPI 及 CPI 月度走势(%, %)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 3.1.4.3 流动性: 美联储加息周期结束, 流动性拐点即将到来

美国通胀已经越过高点, 当前正处于下降通道。据美联储利率观察工具, 市场普遍预期美元加息进程结束, 自2024年二季度末开始, 美元降息概率开始高于50%, 美元预计自此开始进入下降通道, 这将为港股创造良好的流动性环境。

■ 图表 152. 美国通胀形势 (% , %)



资料来源: WIND, 中国银行投资策略研究中心

■ 图表 153. 美联储利率观察工具 (截止 2023 年 11 月 17 日)

指标名称 ( 概率, % )	美国 : 联储观察工具 : 联邦公开市场委员会会议目标利率变动可能性 : 下降	美国 : 联储观察工具 : 联邦公开市场委员会会议目标利率变动可能性 : 持平	美国 : 联储观察工具 : 联邦公开市场委员会会议目标利率变动可能性 : 上升
2023/9/20	0.00	99.00	1.00
2023/11/1	0.00	98.09	1.91
2023/12/13	0.00	100.00	0.00
2024/1/31	0.00	100.00	0.00
2024/3/20	30.00	70.00	0.00
2024/5/1	61.85	38.15	0.00
2024/6/12	83.84	16.16	0.00
2024/7/31	93.19	6.81	0.00
2024/9/18	97.48	2.52	0.00
2024/11/7	100.00	0.00	0.00
2024/12/18	100.00	0.00	0.00

资料来源: WIND, 中国银行投资策略研究中心

### 3.1.4.4 政策面：活跃资本市场，香港也在行动

三年的市场低迷，也让香港政府意识到港股流动性匮乏问题。为进一步提升港交所市场竞争力，香港政府及港交所陆续出台（或考虑出台）包括下调印花税等在内的一系列政策，提升市场活跃度，逐渐改善市场生态。

图表 154. 香港活跃资本市场政策梳理

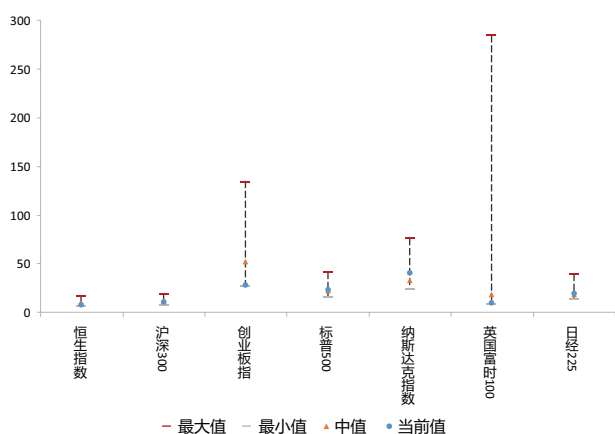
序号	香港活跃资本市场系列政策（含讨论中的政策）
1	将股票印花税由 0.13% 减至 0.1%，下调后的印花税税率将回到 2021 年末上调前的水平。
2	成立基金投资大湾区相关项目、促进海外发行人上市、便利上市人回购股份、促进香港股票人民币计价交易、检讨股票买卖价差、研究恶劣天气下港股交易机制等。
3	检讨股票买卖价差、降低市场资讯费用。
4	进一步联系国内外市场和投资者，打造更创新多元的金融市场，扩大与内地金融市场互联互通。包括强化离岸人民币业务、设立新平台扩阔基金销售、推动香港绿色和可持续金融发展。
5	积极打造“全球领先家族办公室枢纽”，重启资本投资者入境计划，年内公布俗称“投资移民”的资本投资者入境计划详情，透露投资门槛由 2015 年的 1000 万港元，大幅提升至 3000 万港元，可投资于股票、基金、债券等资产，但不包括房地产。

资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 3.1.4.5 估值：估值绝对低位，相信回归力量

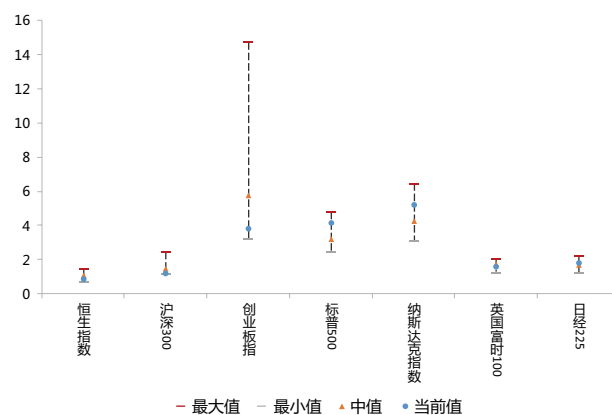
从估值来看，截止 11 月 17 日，恒指 PE 估值仅 8.29 倍，PB 仅 0.86 倍，横向与全球主要股市对比，估值最低；纵向与历史比，分别处于近十年以来分位数的 3.26%、1.73%，均处于历史极低位，性价比突出。横向估值低位在部分国际资本价值观投资消退，回归逐利本性驱动时必然成为自由资金追逐对象；纵向估值低位在周期规律发挥作用时，均值回归的力量必然显现。低估值终有底，高分红、高成长带来的投资回报就是硬道理，坚定相信成长和价值回归的力量。

图表 155. 全球主要股指 PE 估值对比（倍）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

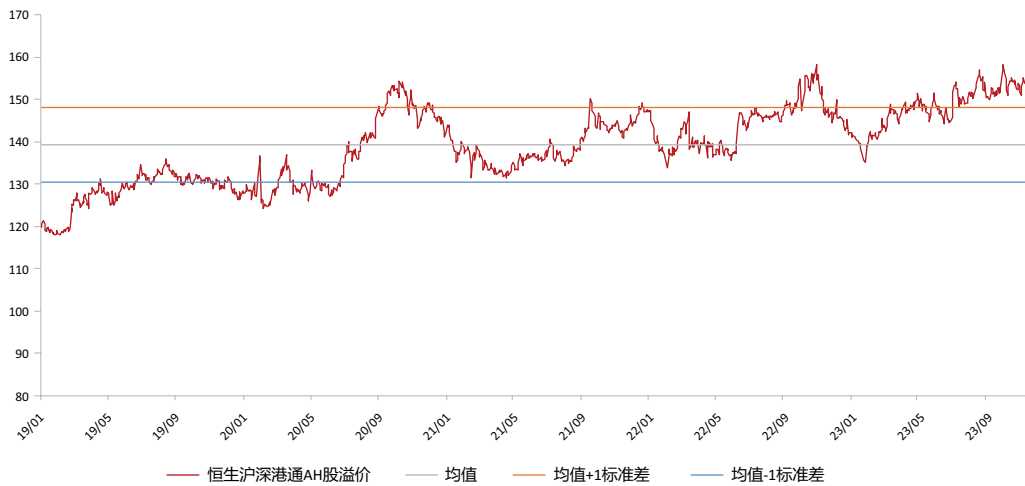
图表 156. 全球主要股指 PB 估值对比（倍）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

AH股溢价是观察港股相对A股性价比的一个窗口。在A股和港股同步下跌中，由于港股相对跌幅更大，A股相对于H股溢价持续创新高，最新溢价指数153.26，处于近五年最高区间，且高于1倍标准差以上时长已持续超4个月。考虑到A股同样处于估值低位，港股性价比优势更加凸显。

■ 图表 157. 恒生沪深港通 AH 股溢价 (点)

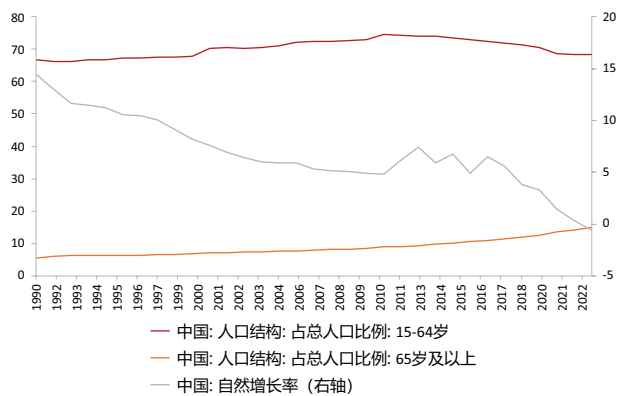


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 3.1.4.6 关于行业配置的思考：医药与科技成长

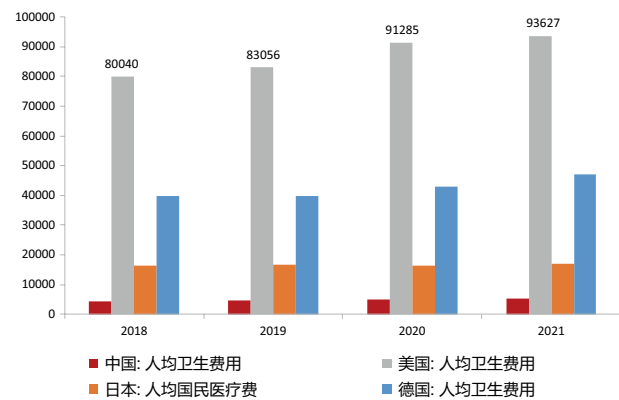
医药行业方面，从长远逻辑来看，中国人口老龄化趋势确定，按照国际通行标准，我国自2021年开始，65岁以上老年人口占比已经达到14%以上，符合深度老龄化社会标准，而且预计这一趋势不可逆，比例将继续提高。中国最大的一波婴儿潮人群（1962年至1975年出生的3.68亿人）将推动一轮庞大的退休潮，这些受益于40年中国改革开放成果且拥有较多财富的人群未来对医疗产品与服务有着庞大的需求。同时，对比日本、德国、美国等发达国家，我国的人均卫生费用仅为日本的1/3，德国的1/9，美国的1/17，随着中国人均GDP持续提升，人均医疗费用长期将缩小与上述发达国家的差距，潜在提升空间巨大。

■ 图表 158. 中国人口形势 (% , %)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

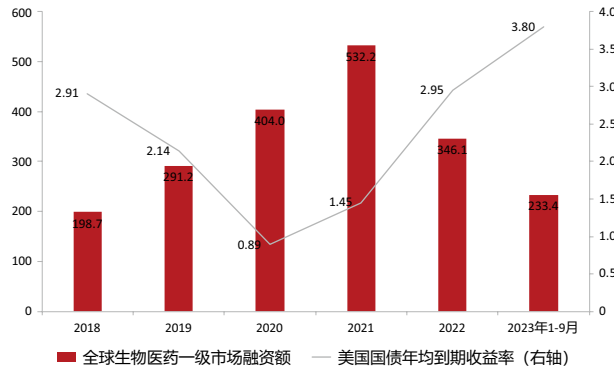
■ 图表 159. 各国人均卫生费用 (元)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

从行业景气度来看，全球生物医药一级市场融资额是全球创新药行业发展的先行指标，是行业景气度的源头。融资额高，则创新药研发热度高，利好创新药及CXO等相关细分行业。大体来看，美元利率对该指标有显著影响，当美元利率高时，资金成本贵，融资额下降。近两年，由于美联储史无前例的加息幅度，全球生物医药一级市场融资额大幅下降，但是从月度高频数据来看，2023年下半年有逐步回暖趋势，使得医药行业景气度逐渐恢复。

■ 图表 160. 全球生物医药一级市场融资额（亿美元，%）



资料来源：市场资讯，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 161. 全球生物医药一级市场月度融资额（亿美元）



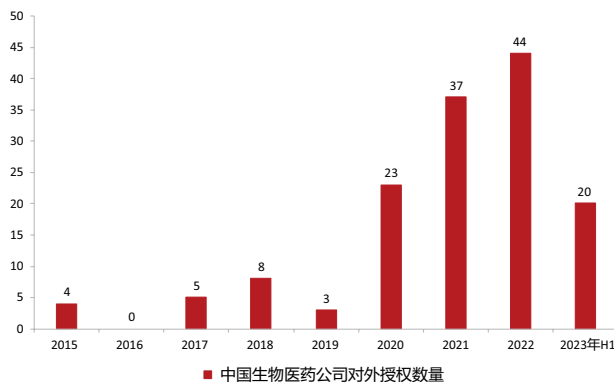
资料来源：市场资讯，中国银行投资策略研究中心

从中国创新药公司微观竞争力来看，尽管近三年经历了宏观经济不景气、集采等行业剧烈变动，中国创新药股价普遍大幅回调。但从另外一个角度来讲，监管部门的最终导向仍然是鼓励、呵护创新药发展。中国创新药经历过前期的跑马圈地、鱼龙混杂、行业出清后，将迎来格局优化，那些真正具备产品竞争力的公司将迎来更好的发展环境。

2015年中国医药评审制度改革以来，各路资金蜂拥而入，行业一度百花齐放。从下图可以看出，自2020年起，中国生物医药公司对外授权项目个数出现显著增长，且在近两年的行业高压之下有增无减，从侧面证明了中国创新药行业市场竞争力的相对提升。同时，中国创新药获美国FDA 审批通过情况也在近期接连取得突破：自2023年10月底以来，国内的君实生物、和黄医药、亿帆医药等三家上市药企的3款国产创新药相继在美国市场获批，中国创新药累计获得美国FDA 审批通过数量达到5只。

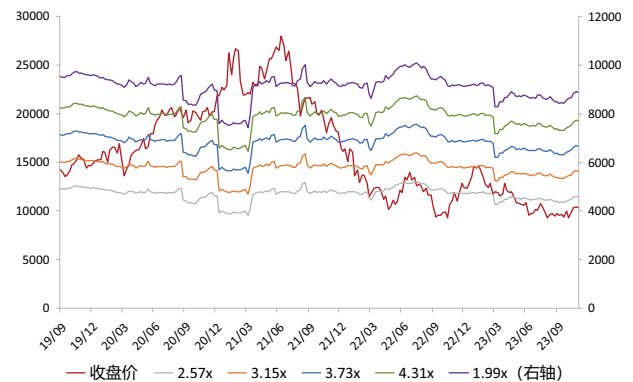
以上多因素的优化及好转，将共同助力医药行业在2024年走出触底回暖行情。

■ 图表 162. 中国生物医药公司对外授权量（个）



资料来源：市场资讯，中国银行投资策略研究中心

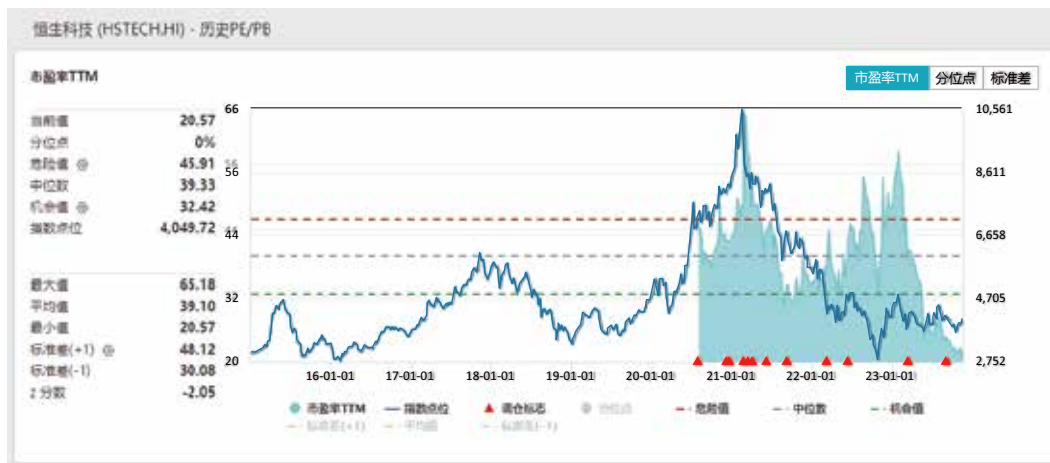
■ 图表 163. 恒生医疗保健指数估值（点，点）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

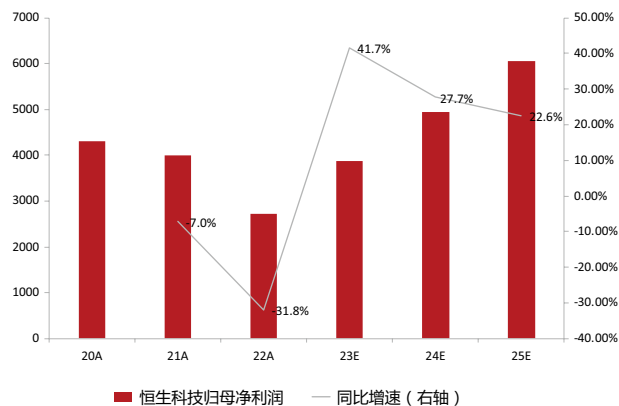
科技成长行业方面，以恒生科技指数为例，港股集聚了一批能够代表中国经济未来的科技成长行业的龙头公司。过往三年，尽管由于美元货币政策收紧、中国宏观经济不景气、行业监管政策收紧等原因，这些公司的经营遭遇逆风，股价大幅下跌。但站在当前时点，公司商业模式依然可靠，市场竞争力依然稳固，市场对其未来三年的经营业绩也重回增长预期，叠加当前历史性低估，未来有望给予高弹性回报。

■ 图表 164. 恒生科技指数估值（点）



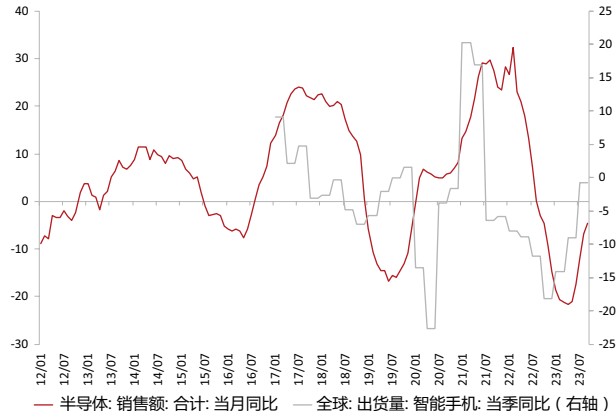
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 165. 恒生科技业绩及盈利预测（万元，%）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 166. 全球半导体及手机行业销售（%，%）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

细分行业看，中概互联网方面，以腾讯、阿里等为代表的龙头公司基本面仍然坚实，近两个季度营收已经重回10%左右的中低速增长区间，且因采用更有效率的发展模式，净利润率普遍提升，政策环境、宏观经济环境也出现边际缓和，行业正在走出低谷。消费电子方面，全球经过两年的周期性行业低迷，按照过往规律，去库存接近尾声，而AI、汽车自动驾驶、华为概念等热点层出不穷，有望带动行业走出低谷，迎来新一轮景气周期。上述行业均存在估值修复和业绩重回增长的双重支撑。

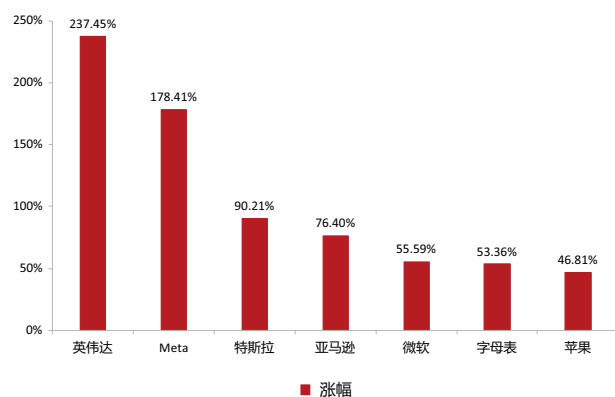
总结：经过近三年的调整，港股当前估值处于绝对低位，底部进一步夯实。展望2024年，随着美元加息周期结束和降息周期开启，外部流动性环境将会极大改善；同时，国内财政政策适度加力和提质增效，货币政策灵活适度、精准有效，中国经济2024年将温和复苏，基本面进一步夯实。一方面，宏观层面制约港股走好的不利因素都在改善；另一方面，微观层面大金融绝对估值低位可托底，医药和科技行业可引领成长反弹，港股在经历了史上最长的下跌周期之后，2024年有望迎来内部经济转强、外部流动性缓解的利好共振，迎来历史性转折行情，相对A股更有弹性。

## 3.2 美国股市：充分定价“软着陆”，风险释放再增配

### 3.2.1 科技“七巨头”拉升指数，其余个股表现平平

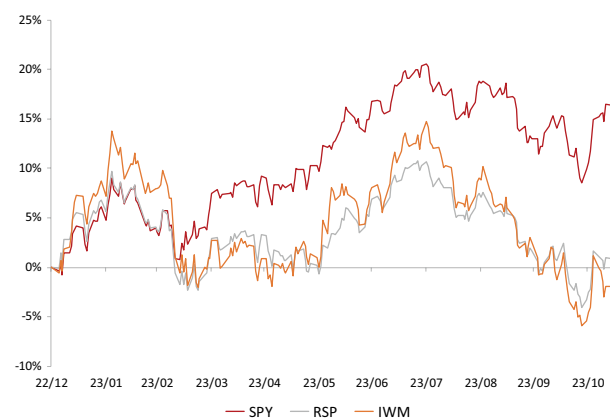
经历了惨淡的2022年后，2023年美国主要股指经受住了美联储继续紧缩、银行业挤兑危机、长期美债收益率进一步攀升等多重利空考验，表现出惊人的强势。受到AI及减肥药概念爆发、就业及消费韧性、财政刺激超预期、经济衰退预期落空等因素的驱动，YTD标普500指数ETF(SPY)与纳斯达克100指数ETF(QQQ)分别上涨了19.18%及45.61%。但美股内部分化严重，真实市场状况被指数的光鲜表现所掩盖：股指绝大部分涨幅由权重高的科技巨头贡献，苹果、微软、字母表、亚马逊、英伟达、特斯拉、META这“七巨头”的加权涨幅超70%，合计权重已高达标普500指数30%、纳斯达克100指数40%以上。消除“七巨头”的高权重效应后则是另外一番景象。不论是标普500等权重ETF(RSP)还是代表小市值的罗素2000指数ETF(IWM)都表现平平，分别只上涨了4.42%和3.4%。

图表 167. 美股“七巨头”YTD 回报排名(%)



资料来源：Bloomberg，中国银行投资策略研究中心

图表 168. 标普 500 (SPY)、标普 500 等权重 (RSP)、罗素 2000 (IWM) YTD 回报对比 (%)



资料来源：Bloomberg，中国银行投资策略研究中心

美股呈现“七巨头”风景独好，整体却是“头重脚轻”、上涨缺乏广度的特征，究其原因，一是人工智能人气火爆，投资者集中追逐科技巨头在AI应用方面的增长故事；二是大盘股资产负债表强劲，低利率时期锁定了更长期限的低成本融资，可以更好的抵御高利率的冲击，而小盘股则受到银行信贷收紧以及债务展期的挑战；三是景气周期末尾，许多对经济周期敏感的股票已持续疲软，而科技巨头长期盈利增长的确定性高，更受资金抱团青睐；四是美国市场以机构投资人为主且更多通过指数ETF进行投资，这将令权重股获得的买盘资金远高于其他成分股，形成市值上涨、权重进一步升高、买盘增加的正反馈循环。

### 3.2.2 尽管股票风险溢价不足，加息周期结束点燃上涨热情

继2022年连续7次加息425个基点之后，美联储在2023年又通过4次加息100个基点后，将利率锁定在5.25%至5.5%区间，暂停加息后维持紧缩政策的鹰派指引也使得2年期以内的美债收益率都处于5%之上，十年及以上的长期美债收益率曾一度升破5%。总之，整条收益率曲线都较2021年底大幅抬升，并创2006年以来的最高水平。名义利率飙升，叠加十年平均CPI通胀率预期（基于十年通胀保值国债的损益平衡通胀率）从2.56%降到了2.28%，使得经通胀调整后的实际利率上升幅度更大，十年实际利率从-1.04%的历史低位跳跃至2008年以来的高位2.12%。

■ 图表 169. 美国各期限国债收益率变化

时间	6个月	1年	2年	5年	10年	20年	30年
2021/12/31	0.19	0.39	0.73	1.26	1.52	1.94	1.9
2023/11/17	5.39	5.24	4.88	4.45	4.44	4.8	4.59
变化基点	520	485	415	319	292	286	269

资料来源：美国财政部，中国银行投资策略研究中心

2022年以来资金成本的急剧上升造成美国房地产、信息科技、制造业等多个行业滚动式衰退，股市理应面临估值及盈利双重下行压力，但是标普500指数经历2022年的下跌后在2023年强劲反弹，距离2021年底的高点仅2%左右。根据FactSet公布的信息，虽然标普500指数1年远期EPS预期从2021年底的260降至当前的245，但市盈率几乎没有受到“全球资产定价之锚”美债收益率飙升的影响，还维持在18.5左右的水平，以至于标普500从历史高位至今微小的跌幅只是反映了EPS的下滑。

当前18.4的远期市盈率对应盈利收益率为5.4%，虽然只比过去十年平均的5.7%略低0.3%，但过去十年期间无风险利率平均比现在低200个基点。如果说本轮美元利率上升周期之前，TINA现象（“There is no alternative”，即债券收益率太低别无选择只能投资股票）支撑了美股的高估值，那么在当前投资评级债券普遍6%甚至7%的收益率的环境下，TINA已经不复存在了。事实上，当前股票估值相比债券估值是过去20年来最贵的水平，股票风险溢价一度跌入负数。如果均值回归依然有效，那么未来的一段时间美股表现大概率将不如美债。



■ 图表 170. 标普 500 风险溢价：标普 500 盈利率 VS 十年美国国债收益率 (%)



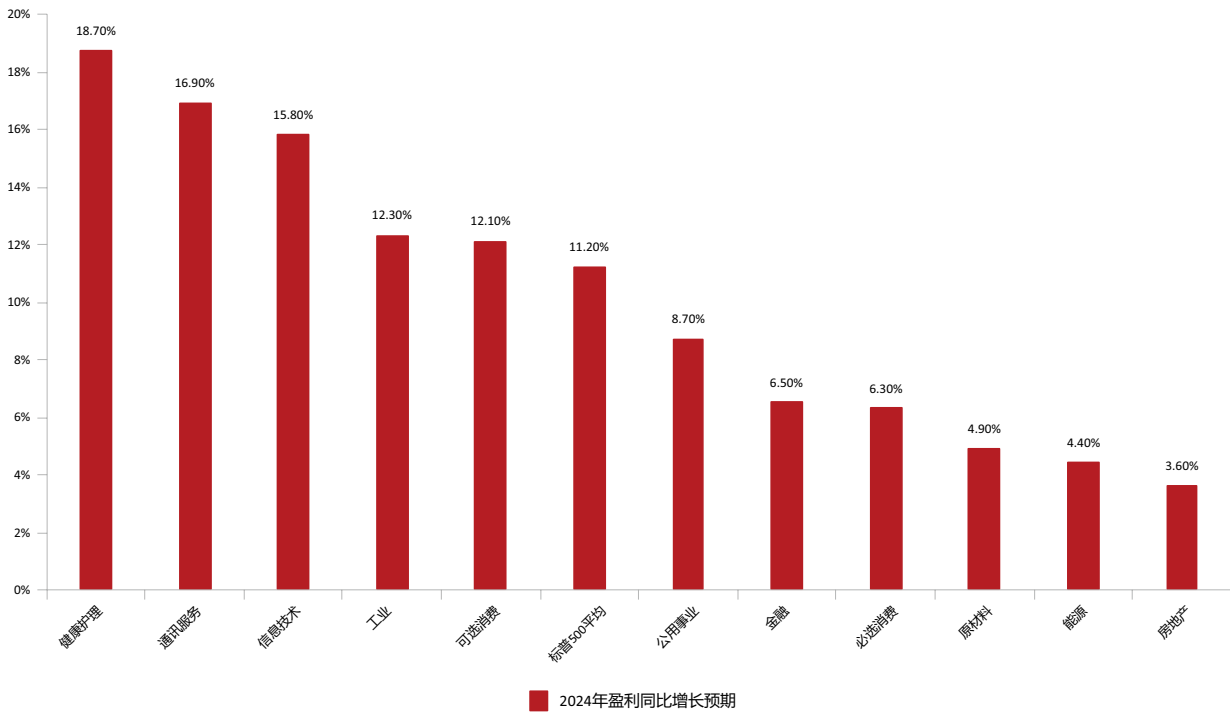
资料来源：Bloomberg，中国银行投资策略研究中心

尽管从估值角度看股票不及债券，但两者关系不一定会立刻回归中枢。由于近期美国通胀率大幅放缓，美联储结束加息预期极大激发了股市乐观情绪，交易逻辑又进入了近十几年美股牛市中重复演绎过多次的“坏消息就是好消息”，“好消息也是好消息”的“无脑”上涨模式。当出现负面经济数据时，则忽略盈利前景的削弱而关注利率下行对估值的提升；当出现正面经济数据时，则淡化利率上升压制估值而强化经济“软着陆”预期。有风险胃纳提升的情绪提振，经济基本面不坏到一定程度投资者不太可能全面“弃股投债”，而是“股债同涨”。

### 3.2.3 市场预期 2024 年营收、盈利双复苏，充分定价经济“软着陆”

当前标普 500 指数 1 年远期市盈率为 18.4，这是基于分析师预期标普 500 指数每股营业收入增长 5.4% 以及 EPS 增长 11.2% 计算而来。分行业看，健康护理（18.7%）、通讯服务（16.9%）、信息科技（15.8%）领衔盈利预期增速；原材料（4.9%）、能源（4.4%）、房地产（3.6%）排名靠后，但无一行业预期盈利收缩。值得注意的是，这些数据是各个企业分析师自下而上汇总得出，可能带有天然的乐观倾向。2023 全年，在美国名义 GDP 同比增长 6.2% 的背景下，标普 500 营收、EPS 分别仅增长 0.6%、2.3%。展望 2024 年，美国名义 GDP 增速可能降至 3.5%，分析师却预测营收及 EPS 增速高达 5.4%、11.2%，在高利率环境下实现难度恐怕很大，随着财报发布临近，可能遭遇下修。

图表 171. 标普 500 指数 2024 年各行业盈利同比增长预期 (%)



资料来源: FactSet, 中国银行投资策略研究中心

图表 172. 标普 500 指数 2024 年营收、EPS 预期可能过高

年度	名义 GDP	营收	EPS
2023	6.20%	0.60%	2.30%
2024	3.50%	5.4%?	11.2%?

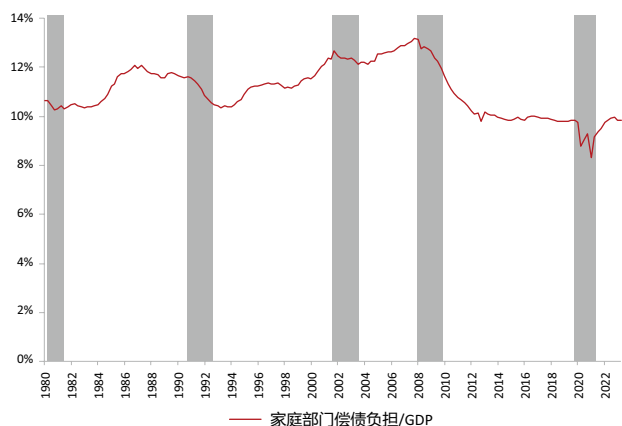
资料来源: FactSet, 中国银行投资策略研究中心

从以上多个角度看，当前美股估值都不低，已充分定价甚至过度定价市场中各种乐观情形。当前定价所隐含的预期是，温和的经济增长，下降的通胀，走低的利率，强劲的企业盈利等等，市场如此定价的核心逻辑如下：

一是有“拜登经济学”财政赤字加持。“拜登经济学”是本轮美国经济韧性超预期的主要来源。政府的支出是私人部门的收入，巨额财政赤字充盈了居民的“钱包”，转化成企业的盈利，促进了消费及就业的旺盛。拜登的“通胀削减法案”产业政策通过补贴等方式支持计算机、电子、电力设备高新技术行业，带来该行业投资增速在高融资利率环境下逆势上行。二是因为私人部门财务强健，加息影响暂时有限。得益于2008年后居民去杠杆，美国家庭部门的债务占GDP的比例结构性走低，处于73.6%的二十年低位。尽管美国边际融资利率飙升，但是由于大批存量房贷在2020年至2021年期间进行了再融资，锁定了30年3%左右的超低固定房贷利率，现行的7%以上的新房贷利

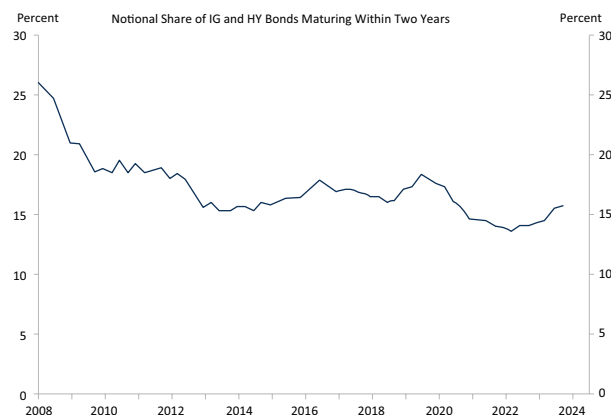
率对存量房贷没有影响，使得家庭部门的偿债支出占个人可支配收入的比例只是回到了2020年前的水平，依然处于历史低位。同样，企业也在2020年至2021年期间发行了大量低息债务，迄今再融资需求仍处于2008年以来的低位。据高盛测算，到期债务再融资会使企业利息支出在2024年仅增加2%，到2025年也只是增加5.5%。此外，股市与房价走高，企业和家庭“身价”上涨，也加强了私人部门的财务状况。三是供应链正常化助力通胀率、利率下行。2020年到2022年，美国CPI通胀率从0.1%飙升至9.1%，但从2022年6月开始，CPI通胀率仅用了一年的时间就从9.1%回落到了3%，预计2024年就能回到2%字头，即2020年前的中枢水平。这说明，逆全球化、绿色转型、人口老龄化等长期结构性因素并非本轮通胀大起大落的主要原因，而全球供应链错配与空前的财政刺激政策等短期因素才是主要驱动力。现在，纽约联储全球供应链压力指数已从近几年的异常高位完全回落至2020年前的水平，短期来看至少供应链端不会对通胀率的下行趋势造成扰动。随着通胀率不断接近美联储的政策目标，利率也应该从当前的限制性水平回到中性水平，意味着对美股的估值压制将会消退。

图表 173. 家庭部门偿债负担 /GDP (%)



资料来源：圣路易斯联储，中国银行投资策略研究中心

图表 174. 两年内到期的投资级与高收益企业债券



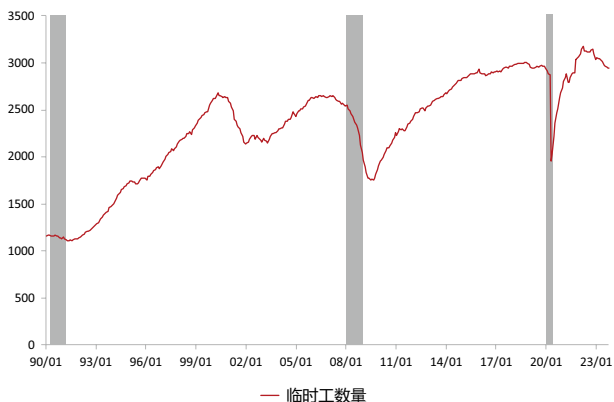
资料来源：Bloomberg、高盛全球投资研究

### 3.2.4 警惕失业率加速上行、银行资产负债表、企业盈利不及预期等风险

虽然美股有支撑当前的高估值存在支撑因素的理由，未来几个月继续上涨也符合历史统计规律，但是其下跌风险也不容小觑。尤其是在2024年美联储首次降息后，届时市场交易重心可能转向经济衰退及盈利下降，有以下几个风险点值得高度关注。

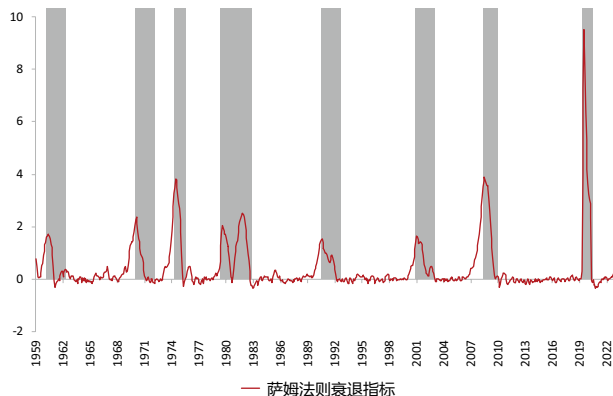
一是劳动力市场已有走软的迹象，失业率可能加速上行。近几年的确造成美国蓝领及接触性工种等结构性短缺，但真实景气度并没有失业率所暗示的那么强。通胀调整后的真实工资并没有脱离过去20年的趋势。临时工的数量自2022年3月见顶后持续下行。当企业用工需求减少时，裁员首当其冲的便是临时工，历史上临时工的减少也是经济衰退的领先信号之一。根据萨姆法则（有100%预测经济衰退的记录），如果失业率三个月移动平均比过去12个月失业率低点高出0.5%，那么经济衰退不仅会发生，而且很可能已经开始。自2023年4月触及50年低位3.4%以来，失业率已在10月升至3.9%，三个月移动平均也来到3.83%，尽管11月失业率又超预期回落至3.7%，如果12或者2024年1月连续两个月达到3.9%，都会触发警报。一旦经济衰退形成动能，失业率通常会加速上升，这将对当前充满“转着陆”预期的美股市场构成重大冲击。

图表 175. 临时工数量（千人）



资料来源：圣路易斯联储，中国银行投资策略研究中心

图表 176. 萨姆法则衰退指标



资料来源：圣路易斯联储，中国银行投资策略研究中心

二是银行资产负债表风险增加，不排除再次暴雷的可能。商业地产贷款拖欠 30 天以上的比率呈上升趋势，其中工业、公寓、办公楼三种类型的商业地产贷款拖欠率自 2023 年 8 月以来显著上升。近期 WeWork Inc 的破产会加剧 2024 年商业地产贷款拖欠率和违约率的上升，因为该公司是美国最大的租赁商，拥有约 2000 万平方英尺的办公空间，WeWork 正在终止租约，导致相关的业主失去租金现金流。美国地区银行承担了商业地产贷款发放总量的 70%，并在自身资产负债表上保留 30%。2023 年上半年，地区银行体系已经发生了美国历史上第二、第三和第四大银行倒闭事件。显然，商业地产的困境将进一步增加地区银行的资产负债表压力，导致他们对地区经济的信贷紧缩，增加经济衰退的可能。2023 年整体利率仍在上涨，因此中长期固定收益证券的市场价值继 2022 年暴跌后再度下跌，持有这些资产的银行浮亏扩大。美联储针对 2023 年上半年银行挤兑专门推出的 BTFP 借款余额依然呈上升趋势，10 月底达到 1200 亿美元。问题是，该项目最长借款期限只有 1 年，最早将在 2024 年 3 月到期，届时美联储的续借政策还不确定。所以，尽管美国金融系统目前看似风平浪静，但造成金融不稳定的因素一直存在，没有得到根本解决。

图表 177. 商业地产贷款 30 天以上拖欠率

商业地产类型	全部	工业	酒店	公寓	办公楼	零售
8 月	4.25%	0.33%	5.31%	1.84	5.07%	6.87%
9 月	4.39%	0.30%	5.27%	1.85%	5.58%	6.92%
10 月	4.63%	2.56%	4.76%	2.64%	5.75%	6.55%

资料来源：Trepp，中国银行投资策略研究中心

三是企业盈利不及预期的风险。首先，即使不考虑经济衰退的情形，分析师自下而上的标普 500 指数盈利预期增长 11.2% 与 2024 年美国 3.5% 的名义 GDP 预期增速相比也显得过于乐观。第二，根据旧金山联储的测算，美国居民近几年积累的超额储蓄已经基本耗尽，加上就业市场降温，接下来消费动力可能显著减弱，对企业盈利增长形成逆风。第三，欧洲经济已然处于衰退初期，2024 年全球经济预期增速较 2023 年更低，为标普 500 企业的海外营

收(占总营收40%)、盈利增长再添难度。最后，2023年的财政脉冲难以再现：一方面，美国财政可持续性已经引发社会的高度关注，再大搞赤字恐遭遇保守派的更强烈的反对；另一方面，根据中金公司统计1960年以来美国大选年财政预算变化，当“分裂国会”且众议院与总统分属不同党派时，大选年财政收缩程度最大，这也是当前情形。分裂国会情形下往往意味着两党博弈的程度加剧，赤字率收缩明显，例如2012年财政支出收缩幅度占GDP的1.4%，而当年标普500指数EPS仅增长了0.39%。

### 3.2.5 美股熊短牛长格局不变，耐心等待增配时机

过去一百年，美国股市回报领跑全球，与其高度市场化与法治、注重企业治理与股东回报的文化底蕴、成熟的投资者群体、优胜劣汰的股指编制、全球人才创新优势、美元世界储备货币地位等等因素都密不可分，而这些因素目前没有重大变化，所以美股长期看涨的观点依然成立。美股一个明显又不变的特点就是熊市迅猛波动大能够快速出清市场风险，牛市绵长波动小，使得美股长期稳定上涨的信念根植于人心。据过去100年的统计，标普500指数录得上涨年份的比例高达75%，而且过去10年、20年、30年、50年、100年的年化平均回报(股息再投资)都在10%附近，标准差并不大。贡献标普500涨幅的因子主要是EPS增长及股息，市盈率会有扩张与收缩但存在边界。所以，对于标普500指数的长期投资者而言，择时的重要性不高。不过，对于投资期限较短，配置要求更平衡的投资者，我们预判2024年美股波幅可能较大，值得择时加减仓。

■ 图表 178. 标普 500 指数历史回报

过去 X 年	10	20	30	50	100	标准差
股息再投资复合平均年化回报率	12.08%	9.66%	9.86%	10.76%	10.53%	0.96%

资料来源：Bloomberg，中国银行投资策略研究中心

展望2024年，对美国经济“软着陆”的乐观预期及美联储“鹰转鸽”拐点到来可能推动标普500指数在未来几个月创下新高，看空、做空的操作可能不得被迫推迟。然而，就当投资者认为已经克服了所有的利空而情绪亢奋时，通常牛市周期性顶部也就形成了，为后市的“黑天鹅”埋下伏笔。目前，降息前景令投资者感到兴奋，但降息周期真正开启后，往往对应着经济衰退，股市波动加大，是逢高减持的信号。过去六次美联储降息周期中，从第一次降息时点到降息周期的股市低点，平均要322天，平均跌幅高达22%。

■ 图表 179. 首次降息后标普 500 指数表现

首次降息时点	1984/10/2	1989/6/5	1995/7/6	2001/1/3	2007/9/18	2019/8/1	平均	2024/?/?
标普 500 指数跌至低点间隔(天)	7	493	13	644	538	235	322	?
标普 500 指数至低点跌幅	-1.20%	-8.30%	-0.50%	-42.40%	-55.50%	-24.20%	-22.02%	?

资料来源：Bloomberg，中国银行投资策略研究中心

综上，我们预测2024年美股前高后低，高点可能发生在首次降息前后，此后或持续回落。配置上建议先标配标普500指数，首次开启后逢高减持转为低配，待充分下跌后再增持回到标配。

## 3.3 欧洲股市：经济延续低迷，反弹难以持续

### 3.3.1 欧洲股市回顾：通胀见顶回落，跟随美股上涨

2023年以来，欧洲股市呈现前高中低，尾部修复的V型走势。截至11月15日，全年英国富时100下跌0.61%，法国CAC40上涨9.60%，德国DAX指数上涨11.78%，欧洲STOXX600上涨6.28%。

一季度欧洲股市表现强劲。2023年初，欧美经济表现优于市场预期，欧洲主要股指迎来上涨。能源价格上涨拉动英国富时100上升。2月中旬，富时100升破8,000点。3月初爆发的欧美银行业危机“点燃”市场恐慌情绪，欧洲股市出现“断崖式”下滑。随后欧美央行迅速提供流动性支持，遏制了恐慌情绪进一步蔓延。一季度，英国富时100上涨2.42%，法国CAC40上涨13.11%，德国DAX指数上涨12.25%，欧洲STOXX600上涨7.75%。

二季度欧洲股市普遍走弱。欧洲股市反弹后进入盘整阶段。与此同时，西方主要央行大幅加息及鹰派指引对经济的负面影响逐渐反映在股价上。第二季度，英国富时100下跌1.31%，法国CAC40上涨1.06%，德国DAX指数上涨3.32%，欧洲STOXX600上涨0.89%。

三季度欧洲股市延续疲软之势。美国8月通胀反弹，美联储进一步加息的市场预期升温，资本加速回流美国。另一方面，欧洲经济疲软，德国、法国等欧元区主要经济体制造业PMI均跌破50，市场对欧洲经济衰退的担忧上升。第三季度，英国富时100上涨1.02%，法国CAC40下跌3.58%，德国DAX指数下跌4.71%，欧洲STOXX600下跌2.54%。

欧美主要央行开始释放加息接近尾声的信号，市场开始对降息定价，第四季度欧洲股市有望迎来“喘息之机”。10月1日至11月15日，英国富时100下跌0.04%，法国CAC40上涨2.26%，德国DAX指数上涨3.14%，欧洲STOXX600上涨2.31%。除英国富时100之外，欧洲主要股市整体表现优于第三季度。

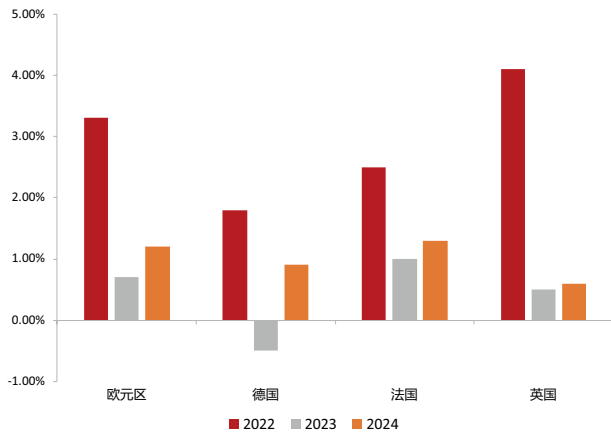
综上所述，2023年影响欧股的主要原因是通胀预期与紧缩货币政策。英国股指与欧洲大陆的主要股指表现出一定的同步性。以价值股为主的欧股表现不及成长股为主的美股。欧洲主要股市中，德国股市表现最好，英国股市表现最差。

### 3.3.2 欧洲股市展望

#### 3.3.2.1 经济衰退预期利空股市，反弹行情不可持续

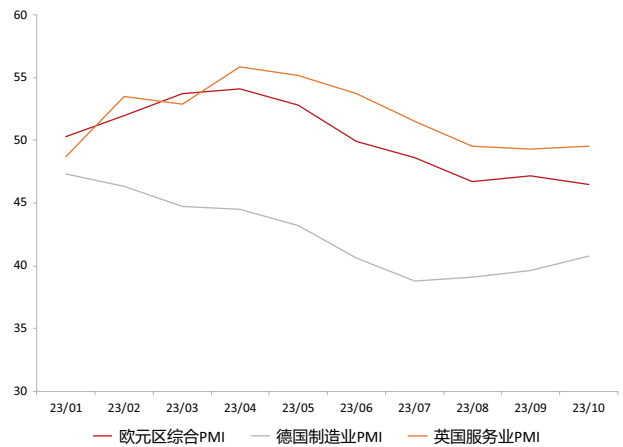
2024年，欧洲（欧元区和英国）通胀大概率将继续下行，经济增速或小幅上升。国际货币基金组织（IMF）10月预测显示，2023年和2024年，欧元区经济增速分别为0.7%和1.2%，德国分别为-0.5%和0.9%，英国分别为0.5%和0.6%。欧美主要经济体通胀压力缓解将修复私营部门生产活动和投资信心，有望继续提振欧股2024年一季度表现。然而，西方主要央行大概率将在2024年第二季度步入降息周期。因此，进入二季度，市场交易的逻辑会从通胀转为衰退。降息之前及初期，市场仍欢欣鼓舞。但随着降息进程的推进，市场进入调整，波动性加剧。与2023年经济的“坏消息”是股市的“好消息”不同，2024年经济的“坏消息”就是股市的“坏消息”，股市交易逻辑将重新回归经济基本面。

■ 图表 180. 2023 年和 2024 年欧洲经济增速预期 (%)



资料来源：IMF，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 181. 欧洲主要经济体 2023 年采购经理人指数 (%)

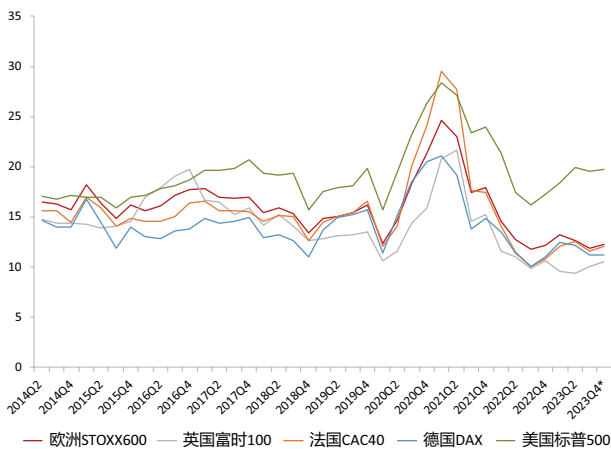


资料来源：SP Global，中国银行投资策略研究中心

### 3.3.2.2 估值优势难释放，结构性问题突出

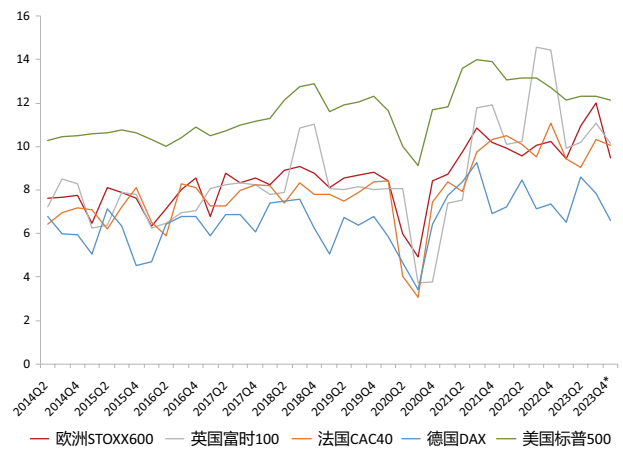
欧元区与英国的股指估值长期低于美国，这种结构性变化短期内较难反转。2023年第三季度，欧洲STOXX600的滚动市盈率（PE TTM）约为12，富时100为10，低于美国标普500（19.5）。欧洲STOXX600和富时100的滚动市盈率均低于过去5年的平均值（分别为15.7和13.1）。低估值股票通常具备较大吸引力，然而欧洲企业的整体利润率（Profit Margins）低于美国标普500，并且由于市场割裂，投资者对欧洲股市的关注度低于债市，这些抵消了欧洲股市低估值优势。不仅如此，欧洲股市的低估值反映了其自身的结构性问题。一是欧股中，成长股比例较小，大型科技公司数量较少，AI等新兴科技热潮未能带动股市上涨，美债利率下行的提振效果也有限。二是国际贸易低迷。欧洲企业中有较多的贸易商，国际贸易萎靡对股市形成了负向反馈。三是以德国为代表的主要经济体失速抑制了股市表现。德国政府对绿色转型、数字转型和老龄化（3D, decarbonisation, digitalisation, demographic）等趋势性变化缺乏应对措施，工业体系改革“迫在眉睫”。

■ 图表 182. 欧洲主要股指 12 个月滚动市盈率(倍)



资料来源：Bloomberg，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 183. 欧洲企业利润率 (%)



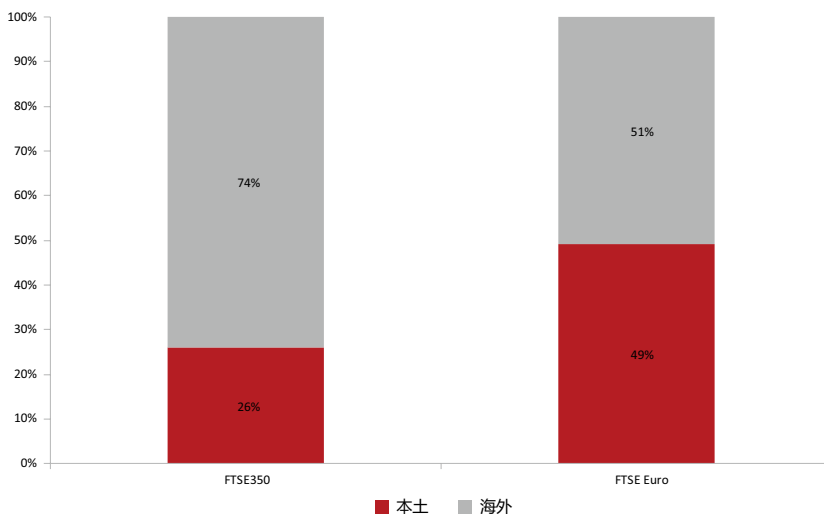
资料来源：Bloomberg，中国银行投资策略研究中心

### 3.3.3 配置观点：整体建议低配，关注结构机会

2024年欧洲经济或延续低迷态势且仍然弱于美国经济，预计英国央行与欧洲央行会提前降息时点以防范经济衰退风险，经济基本面让欧洲股市承压。同时，欧洲主要上市公司一半以上的营收来自海外市场，欧美主要经济体衰退或者弱复苏也很难为其提供业绩支撑，同样将利空欧洲股市。此外，结构性问题短期难以改变，低估值短期内较难转化为实际的投资收益，不利于欧股吸引长期投资者，公共事业和房地产等不可贸易的行业对经济下行压力的敏感度更高。

与欧洲股市整体表现不佳的预期相比，部分行业或有结构性机会。一是能源价格回落将带动上游产业的部分利润向中下游产业转移。二是低失业率和强劲工资增长将支持消费。可选消费、必选消费和医疗行业中资产负债较为稳健的企业存在机会。三是科技股将受益于美债收益率下行带来的估值回升。综合以上观点，我们建议2024年对欧洲股市持谨慎态度，建议低配，可适度关注景气行业的结构型机会。

■ 图表 184. FTSE Europe 和 FTSE350 企业本土及海外营收占比 (%)



资料来源：汇丰控股，中国银行投资策略研究中心

## 3.4 日本股市：复苏延续，温和攀升

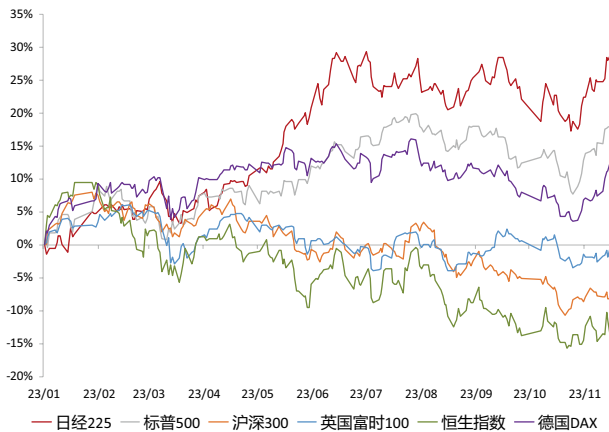
### 3.4.1 经济复苏，市场回暖

截至11月17日，日经225指数全年涨幅达28.71%，遥遥领先全球主要发达市场涨幅，表现亮眼。日本股市自年初开始便持续上涨，得益于超宽松的货币政策以及经济前景改善，叠加巴菲特增持的名人效应，外资流入加速推高指数。日经225指数在2023年一、二季度分别上涨7.46%、18.36%。从7月份开始，日本央行调整了YCC（收益率控制曲线）控制区间，市场乐观情绪逐步减弱，外资流入有所放缓，日经225指数三季度回调4.01%。随着11月美联储再次按兵不动，日经225指数收复了第三季度的跌幅。



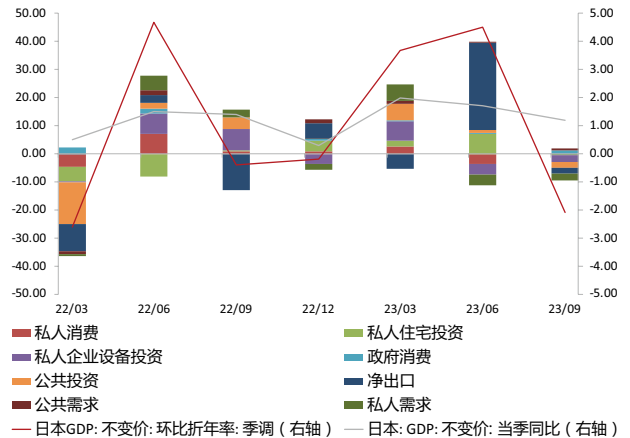
市场上涨得益于日本经济的复苏。上半年，日本经济保持着较为强劲的复苏势头。日本GDP环比折年率一季度达到3.7%，二季度更是达到4.5%，实现了连续正增长。但进入下半年后，受到家庭消费和企业支出的拖累，三季度GDP环比折年率下降2.1%，也从一定程度上反映出疫后日本经济复苏仍然较为脆弱。

■ 图表 185. 日经 225 及主要市场指数 2023 年表现 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

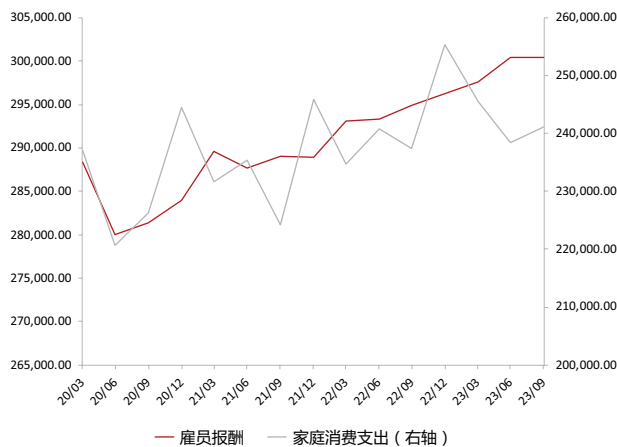
■ 图表 186. 日本经济表现 (%，%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

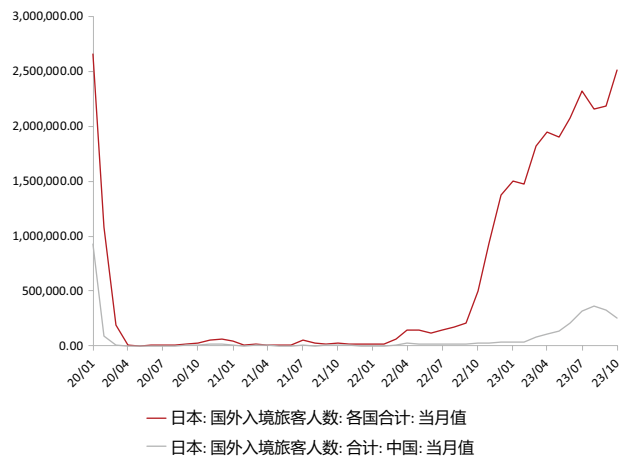
内需推动了疫后日本经济复苏，在政府实施财政转移政策、释放强制储蓄以及薪资上涨等因素共同作用下，消费者支出增加；同时疫后企业投资意愿也较为强烈。而外需成为 2023 年上半年日本经济快速复苏的最重要因素，日元持续贬值推动出口改善，企业盈利增长情况良好；放宽旅行限制带动入境游客数量回升；外资的涌入提振经济，推高市场。

■ 图表 187. 日本雇员报酬及家庭消费支出 (十亿日元, 日元)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 188. 日本入境旅游人数 (人)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

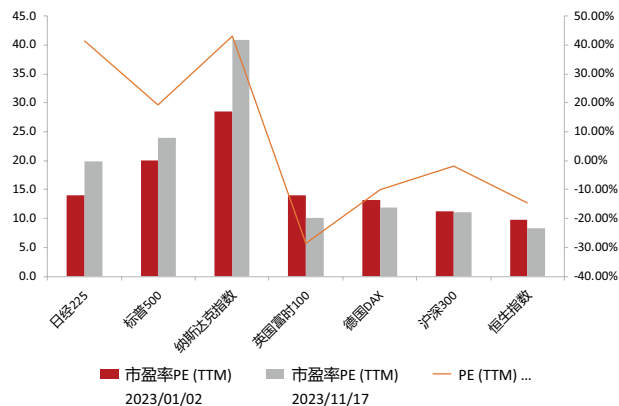
### 3.4.2 估值合理，盈利驱动

日本股市长期以来被视为深度价值的市场，波动率相较欧美市场及新兴市场更低，估值水平也偏低，大量上市公司的市净率长期低于1倍。近年来日本围绕上市公司回报股东开展公司治理产生了积极效果，比如东京证券交易所3月31日提出了关于日本上市企业市净率（PB）的指导方案，具体要求PB长期低于1倍的企业，制定计划以通过回购、增发等手段改善估值。巴菲特在5月初的伯克希尔股东大会上，主动提到计划加仓日本，并表示投资日本大型商业企业是因为估值低、股息稳定、现金流向好，由此可见日本证券监管当局采取系列举措是深受国际机构投资者认可的，与此同时，回购股份的举措更是直接提升了上市公司吸引力。

日经225指数在经历了2023年的大幅上涨后，估值有所扩张，PE（TTM）从年初的14.06倍上升至11月17日的19.88倍，但仍处于过去10年均值和中位数附近。高于英国、德国、法国等欧洲发达市场，但低于美国市场。同时PB(LF)从年初的1.45倍上升至1.81倍，目前处于略高于历史均值的位置，也略高于欧洲市场，但与美股相比仍然偏低。从估值角度看，日本股市当前估值仍处于合理区间。

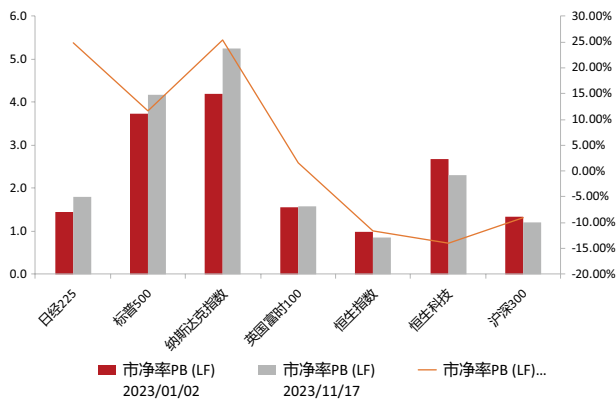
随着经济活动的复苏以及日元的贬值，外向型经济的日本上市公司业绩多得到提振，尤其是制造业、国际贸易、交通运输、金融等行业企业盈利增速表现亮眼。据统计，制造业净利润2023年4~9月达到11.6425万亿日元，比上年同期增长12%，并且超过了非制造业（11.5652万亿日元，增长8%）。供应链改善带来的生产恢复、价格上涨成为支撑盈利的重要因素，并且将成为2024年推动市场上涨的重要因素。

图表 189. PE 横向比较（倍，%）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 190. PB 横向比较（倍，%）



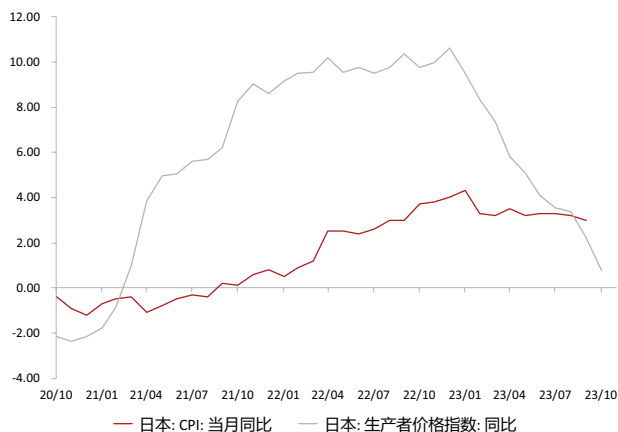
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 3.4.3 走出通缩，维持宽松

过去几十年日本长期处于通缩的状态，但随着产业链供应链重构，供需矛盾导致全球高通胀，日本自2021年9月开始了新一轮的通胀周期和物价上涨。CPI同比在2023年1月达到4.3%，更是创40年新高。目前日本的通胀情况发生了一些积极的变化，物价上涨、生活成本增加，劳动者开始要求企业进行涨薪。在2023年的“春斗”当中，众多工会提出了高于往年的涨薪要求，最终大部分要求也得以实现，大企业员工平均工资涨幅达3.99%，涨薪幅度明显。关于2024年的“春斗”，一些大型企业公布了2024年的加薪计划，将员工工资按年薪加薪5%以上。同时，日本政府将对加薪企业提供更大减税福利也将刺激企业涨薪。预计2024年日本温和通胀形势将会持续，并有望形成物价、工资良性均衡上升，带动国内消费提升的良性循环。

当前日本通胀已逐步回落至3%附近，而三季度GDP环比折年率下降2.1%，低于市场预期。此前日本央行正计划退出数十年来的超宽松货币政策，但经济增速放缓使得日本央行货币政策前景再添不确定性，如果过早退出负利率政策，可能会加剧经济下滑的压力。所以我们倾向于认为，短期内日本央行仍将维持超宽松的货币政策，待薪资、物价和经济增长不断良性正循环后再适时退出，所以短期超宽松的货币政策仍将对股市起到支撑作用。

图表 191. 日本 CPI 及 PPI 当月同比 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 192. 日本 1 年期和 10 年期国债收益率 (%)

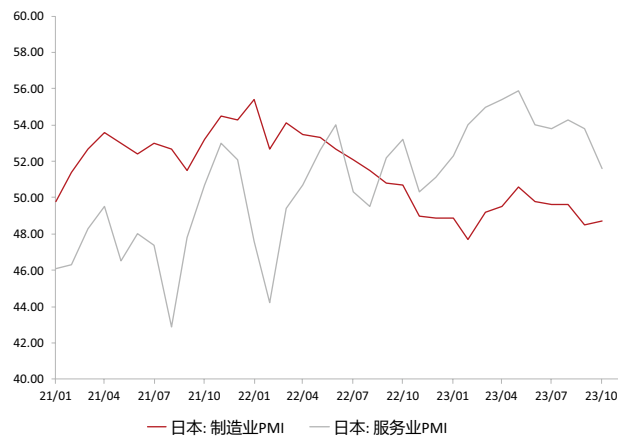


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 3.4.4 政策调整，或成逆风

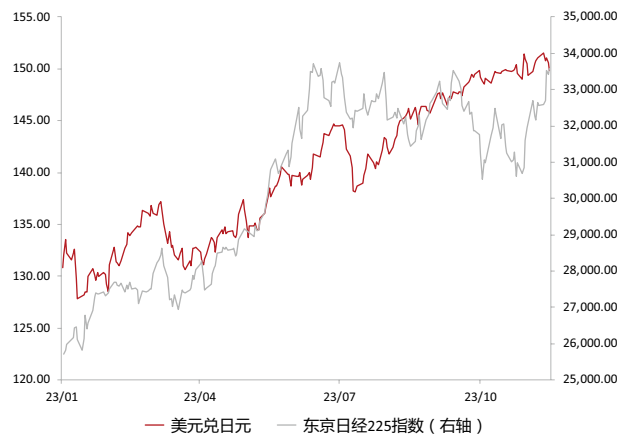
虽然短期我们认为日本央行仍将继续维持超宽松的货币政策，但如果后续经济能够继续实现良好增长，工资增速抬升，通胀仍长期高于目标水平，日本可能会进入一个退出负利率政策的较好窗口期。如果日本央行货币政策转向，利率上行缩小与欧美的息差，将给日元带来升值压力。长期以来，日本股市的表现与日元走势呈负相关。因此，一旦日元出现明显升值，日股便可能承压。

图表 193. 日本制造业 PMI 及服务 PMI (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 194. 日元及日经 225



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 3.4.5 结论：日本股市料将维持温和攀升格局

总体而言，日本经济在2024年将延续复苏的格局，但边际放缓。过去日本市场由于经济增长长期低迷和通缩，一直被国际资金低配。但近年来日本经济出现了较为积极的变化，通胀抬升，消费修复以及产业得益于全球供应链的重构，日本市场正在被越来越多的全球投资者所关注。日本股市在2024年料将维持温和攀升格局，建议投资者可以适当超配。

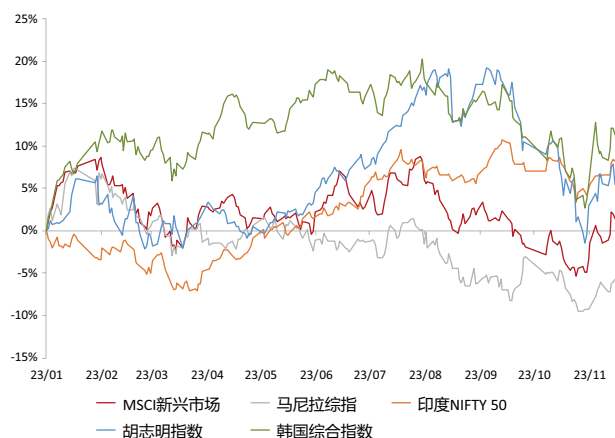
## 3.5 新兴市场：紧缩拐点迎来曙光，结构差异决定分化

### 3.5.1 利差高位，压力犹存

2023年新兴市场显著跑输发达市场。截至11月17日，MSCI新兴市场微涨2.1%，而MSCI发达市场2023年涨幅达14.69%。美债利率上行及中国经济修复不及预期是主要影响因素。2023年新兴市场的表现也出现分化，韩国综合指数上涨10.43%、胡志明指数上涨9.34%、印度NIFTY50上涨8.98%，而马尼拉指数下跌5.39%、富时马来西亚综指下跌1.30%。

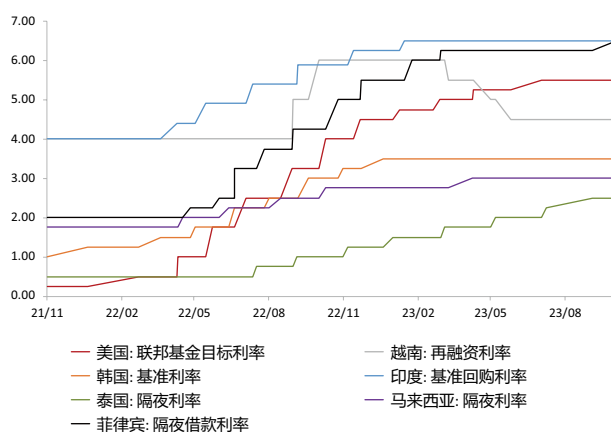
2023年初以来，新兴市场央行的加息频次逐渐减少，整体加息幅度明显下降，部分新兴市场如越南、巴西已经率先开启降息。而美联储货币加息虽然接近尾声，但利率可能维持在高位更长时间，降息时点延后，利差仍将保持高位，将对市场产生一定压力。往后看，美联储货币政策转向后，外部压力将缓解，市场也将会在流动性转松的环境下有所表现。

图表 195. 新兴市场表现 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 196. 美国与新兴市场利率走势 (%)

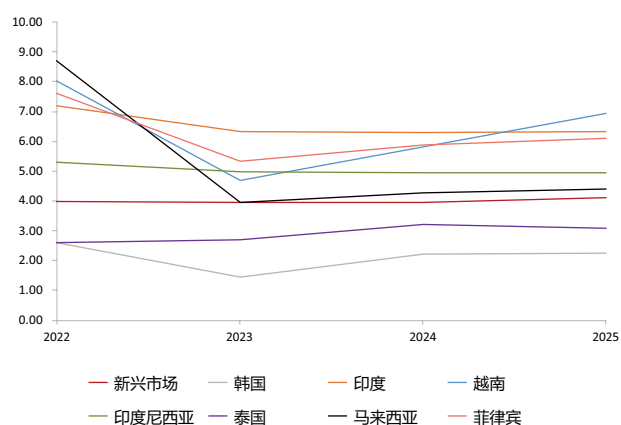


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 3.5.2 经济放缓，出口承压

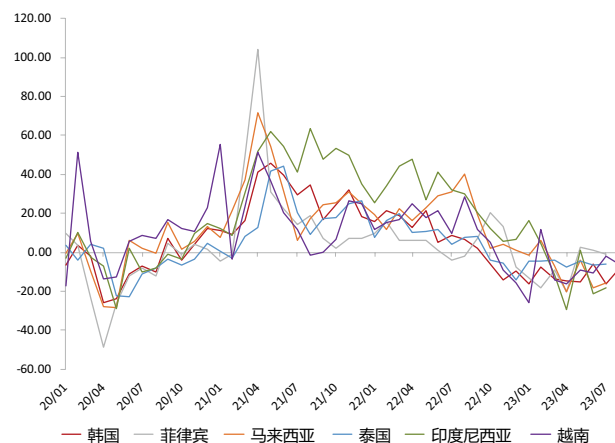
伴随着全球高利率环境，经济增长也将放缓。国际货币基金组织（IMF）10月10日发布最新一期《世界经济展望报告》，预计全球经济增速将从2022年的3.5%放缓至2023年的3.0%和2024年的2.9%，增速均低于3.8%的历史（2000年至2019年）平均水平，其中2024年增速较2023年7月预测值下调了0.1个百分点。全球经济增长放缓也会对外贸为主的新兴经济体产生较大影响，东南亚、韩国、墨西哥等国出口增速明显回落。根据WTO最新数据显示，韩国出口金额同比下跌16.17%、马来西亚出口金额同比下跌15.81%、印尼出口金额同比下跌18.39%。制造出口占比较大的国家，经济和企业盈利将迎来挑战，一定程度上制约新兴市场的表现。

■ 图表 197. IMF 新兴市场 GDP 预测 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 198. 新兴市场出口同比增速 (%)



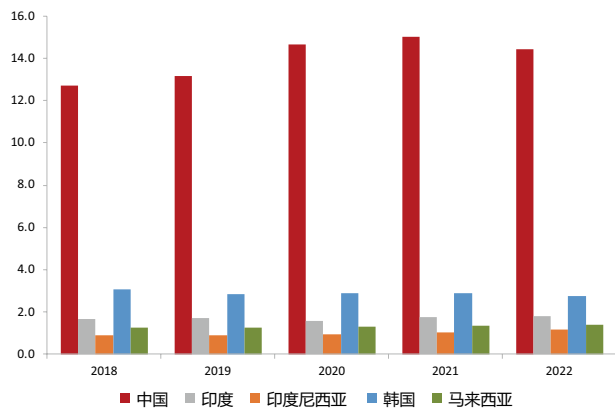
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 3.5.3 结构差异，表现分化

由于不同国家经济结构的差异，部分新兴市场国家仍将保持较高的韧性。在全球增速放缓，外需趋弱的背景下，内需比例较高或增长较快、通胀可控、货币和财政政策有较大空间的市场将会有更多机会。同时，随着中国企业加速出海布局，加大对新兴市场的投资以应对国内劳动成本的上升。劳动密集型环节及部分产业链外移，部分生产和出口产能转移至相关国家，越南、马来西亚等国家受益较多，部分新兴市场的全球商品出口份额增加，成为全球产业链供应链重构的受益者，相关市场具备中长期的投资价值。

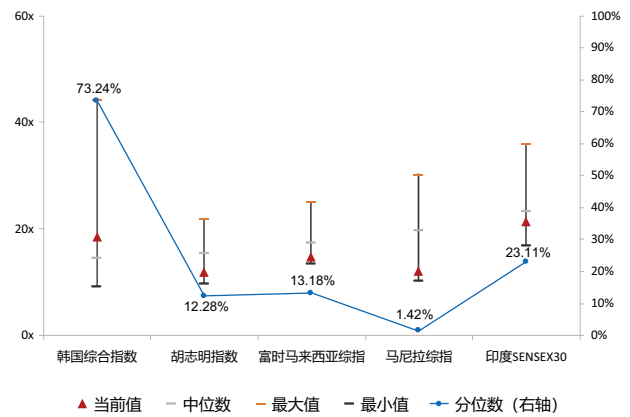
从估值角度看，目前大部分新兴市场估值都处于历史低位，胡志明指数处于过去十年12.28%分位数水平、印度SENSEX30处于过去十年23.11%分位数水平，新兴市场整体估值压力较小，市场弹性主要来源于经济基本面。

图表 199. 全球商品出口份额 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 200. 新兴市场估值水平 (倍)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 3.5.4 结论

展望 2024 年，新兴市场随着全球流动性拐点出现缓解外部压力，但股市表现或将继续分化。全球经济增长放缓将导致外向型经济体增长转弱，相对更看好内需驱动型、增长较快以及受益于全球产业链供应链重构的国家，如韩国、印度、越南等市场。



# 債券 篇

## 美债恰逢其时， 中债波澜不惊

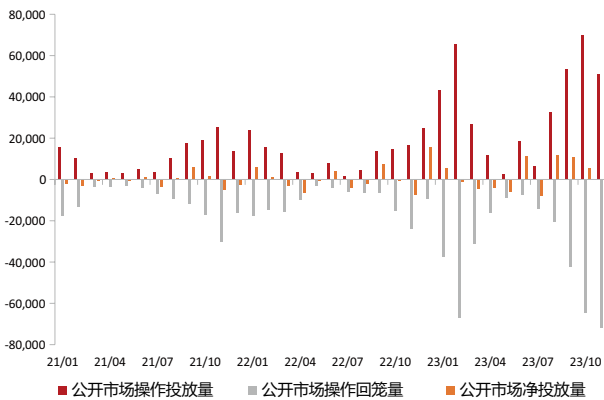
美国通胀继续回落，美联储降息周期开启，不排除美国经济浅衰退可能，美债处于最佳投资阶段，上涨机会确定。伴随美债利率趋势性下行，中资美元债迎来配置黄金期。中国经济温和复苏但基础不牢固，流动性偏松，降准降息仍有空间，利率中枢有望继续下移，预计 10 年期国债收益率震荡区间为 2.45%-2.75%。

# 4.1 国内货币市场

## 4.1.1 2023 年回顾：超预期降准降息，资金利率“N”型波动

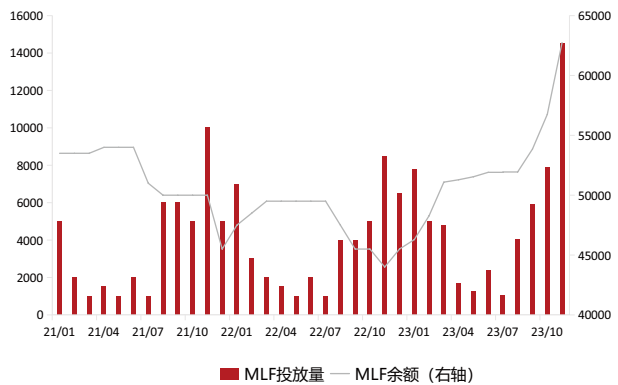
2023年，央行充分运用货币政策工具总量与结构的双重功能，进行逆周期及跨周期的调节，促进企业融资和居民信贷成本稳中有降，并持续加大对普惠金融、绿色发展、科技创新、基础设施建设等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度。年内实施两次降准降息，作为短期及长期资金利率的锚，7天逆回购及MLF利率分别下调20BP、25BP，引导货币市场资金利率中枢下移，实际利率呈现“N”型走势。年初及年末在信贷放量、债券供给、季节性需求等影响下利率走高且波动加大。央行公开市场操作更加精准，公开市场操作规模及余额均出现明显提升，逆回购交易量突破8万亿，截至11月末，MLF余额超过6万亿，创近三年新高。

图表 201. 公开市场操作规模增加 (亿元)



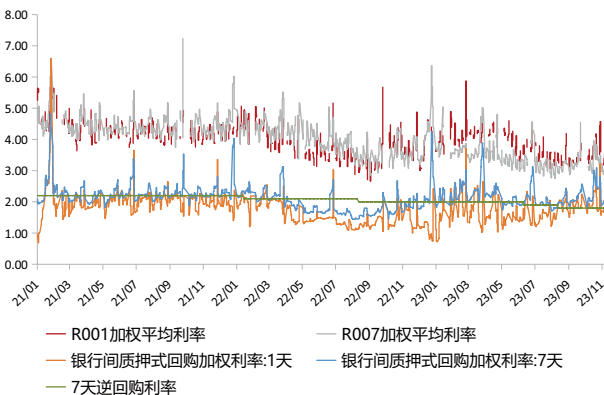
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 202. MLF 余额创近三年新高 (亿元, 亿元)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 203. 短期资金利率围绕中枢波动加大 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

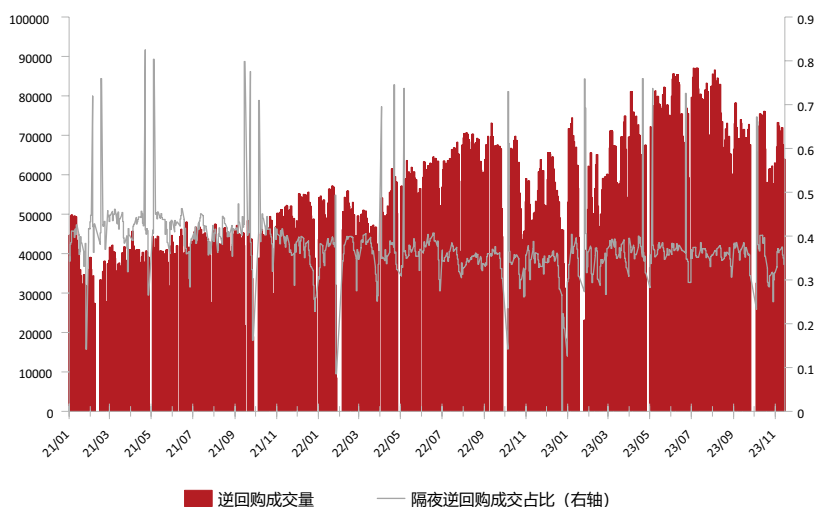
图表 204. 长端资金利率呈现“V”型走势 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心



■ 图表 205. 逆回购交易量突破 8 万亿（亿元，%）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

#### 4.1.2 2024 年展望：逆周期政策难缺席，资金波动性或上升

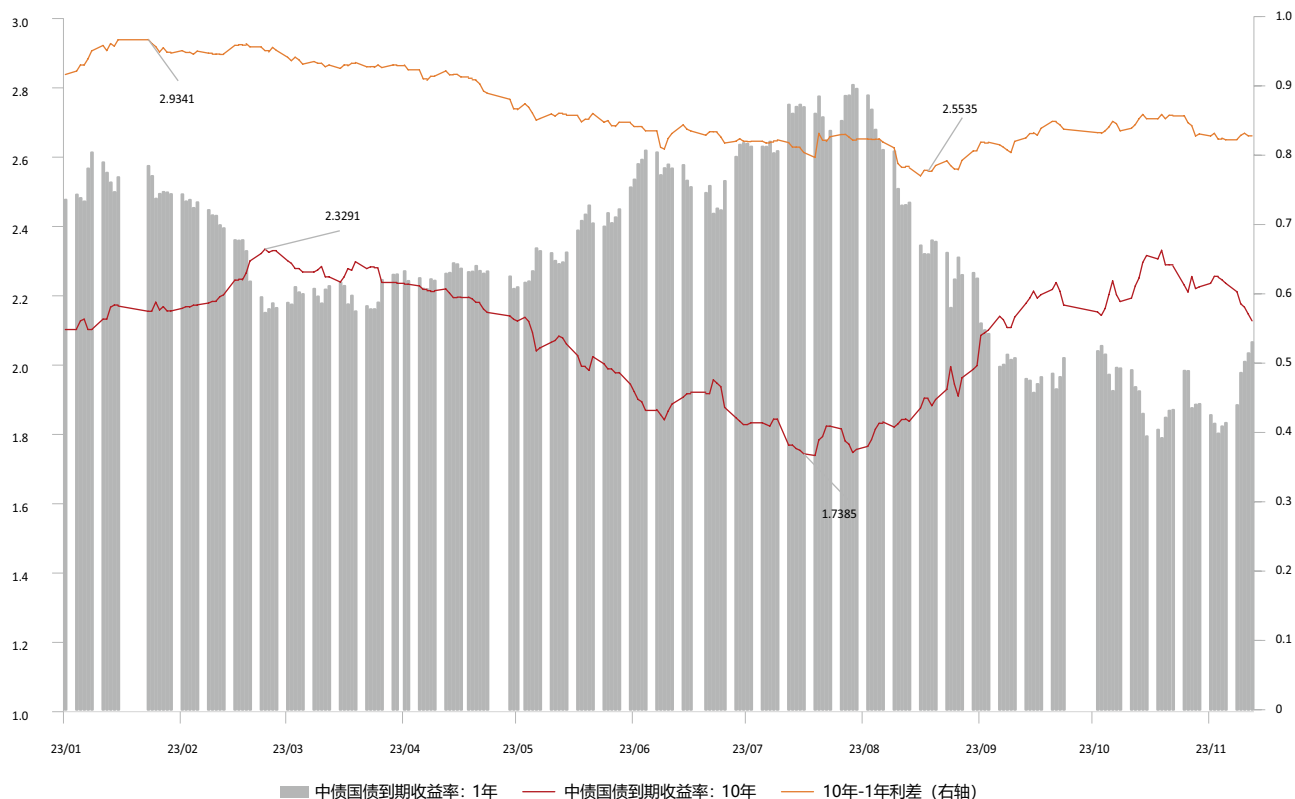
2024 年，在经济基本面复苏基础不牢固，房地产风险与地方债务化解压力并存的宏观背景下，货币政策与财政、产业政策的配合发力是下阶段政策着力点，货币政策仍将作为逆周期与跨周期调节政策组合拳中的重要组成部分，为地方债务置换工具发行、信贷持续稳健增长、增强经济活力营造适宜的货币金融环境。相较 2023 年，海外经济体紧缩政策的退出，甚至宽松政策的施行，或将缓解国内货币政策进一步宽松的掣肘。综合国内外环境来看，我们预计央行对资金面的呵护不会缺席，流动性整体保持温和偏松的概率较大，降准降息仍有空间，利率中枢有望继续下移，但在总量与结构政策综合发力的情况下，市场利率波动性或有所上升。

## 4.2 国内债市：供需结构演变，收益率中枢下移

#### 4.2.1 利率债：利率风险不大，震荡区间收窄

2023 年，利率债整体窄幅震荡，期限利差明显收窄。从运行逻辑看主要分为三个阶段：第一阶段是 1 至 3 月上旬，经济增长预期升温，信贷投放放量，经历了 2022 年末负反馈效应的债券收益率继续小幅上行，其中短端上行更为明显，全年收益率高点也正处于此阶段。第二阶段是 3 月中下旬至 8 月，基本面走弱叠加两次略超预期的降息带动债券收益率整体下行，本阶段短端表现优于长端，期限利差走扩至年内最大区间。第三阶段是 9 月至年末，8 月降息后市场对货币政策再宽松的预期减弱，债券供给放量也引发短期资金面偏紧，收益率一度转向上行，10 年期国债收益率在 2.65%–2.70% 窄幅区间内震荡，短端波动幅度更大。后伴随大行新一轮存款利率下调收益率转向下行，10 年期国债收益率再度回到 2.6% 下方。

图表 206. 2023 年利率债区间震荡且利差收窄（%，%）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

展望2024年，国内宏观基本面弱复苏，配合房地产与地方债务风险化解的货币政策预计延续稳中偏松的基调，债券收益率上行的风险并不大。但考虑其处于相对底部区域，若无超预期基本面走弱或货币市场利率调降等利好因素作用，下行空间亦相对有限。因此，我们认为债市收益率在底部震荡的概率更大，预计10年期国债收益率区间为2.45%—2.75%。节奏上，上半年债券供给及基本面对债市扰动更大，考虑债券配置的季节性特点，上行幅度或相对有限，可逢高配置。

#### 4.2.1.1 利率中枢下移，波动区间收窄

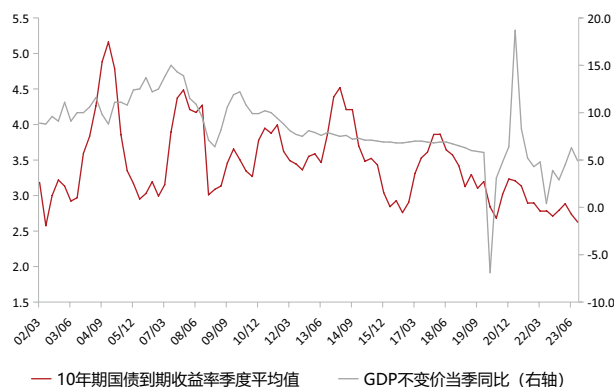
从债券曲线表现看，近10年10年期国债收益率的顶部及中枢位置均趋势下移，每轮利率的顶部接近上一轮利率周期的中枢位置。2020年以后，收益率中枢进一步突破3%-5%利率水平，下移至3%以下，同时波动幅度也从高点的100BP逐步缩减至30BP左右，区间明显收窄。从资金利率与经济关系看，利率水平作为经济社会的负债成本，长期趋势主要由经济增长与通胀水平决定，事实上，10年期国债利率变动与名义GDP走势高度正相关。我国经济发展正处于从高增速向高质量增长转型阶段，经济潜在增速水平下移，长期资金利率中枢页跟随下移。2024年国内经济温和复苏，长期资金利率明显上行概率较低。

图表 207. 长期利率顶部与中枢均下移（%）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

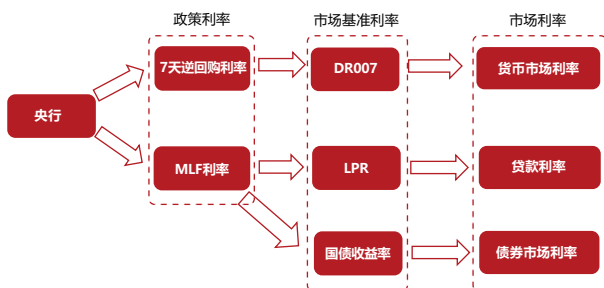
图表 208. 长期利率走势与名义经济增长高度相关（%）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

央行持续引导存贷利率定价优化。目前贷款利率的传导机制为“市场利率+央行引导→LPR→贷款利率”，存款利率的传导机制为“10年期国债收益率为代表的债券市场利率+1年期LPR为代表的贷款市场利率→存款利率”，以国债收益率为代表的市场基准利率走势与存贷利率变动密切相关。从传导机制上看，MLF作为货币市场长期利率的锚，对存款、贷款及债券收益率均产生直接影响。在经济稳增长和债务降成本政策的优先发力诉求背景下，为提振融资需求，利率的持续下行或成为必要条件，既可降低利息支出规模，也能增加资金的可利用性。引导贷款利率下行已成为近几年政策推动融资成本下移的主要操作方式，多数情况下，贷款利率调降将引导存款利率跟随调降。债券收益率作为存贷利率中的影响因素，叠加货币市场利率的下行，中枢下移的趋势相对清晰。

图表 209. 国内利率体系与传导路径



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 210. 10年期国债收益率与贷款利率走势趋同（%）

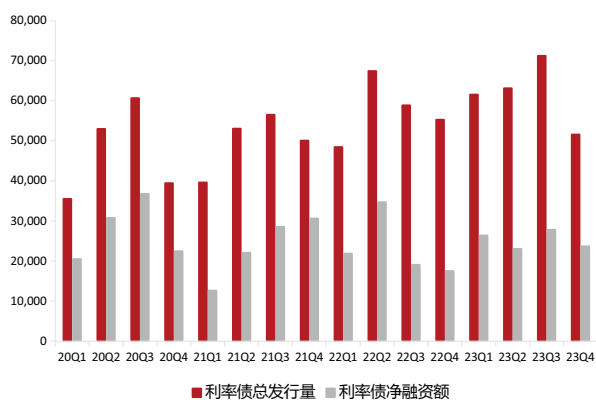


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

#### 4.2.1.2 政策支撑供给，资金保障需求

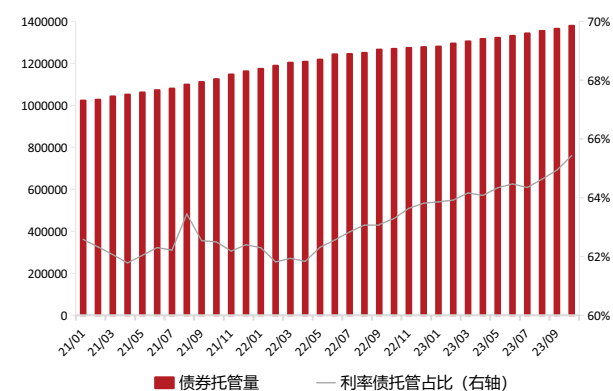
2023年利率债整体供需均衡。发行节奏上，前期较为缓慢，三季度之后专项债发行提速，叠加特殊再融资债发行，发行规模创近三年高点。截至11月20日，利率债净融资额已超过2022年全年。同时，为支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力的项目建设，落实补短板、强弱项、惠民生的重要安排，已计划增发1万亿国债，其中5000亿在年内落地使用，5000亿结转至2024年。供给结构上，近年利率债在债券托管余额占比持续提升，主要受债券净融资下降和非市场化发债融资受限影响，市场信用下沉空间不足，风险偏好及资产荒推动利率债认购需求。

■ 图表 211. 2023 年利率债供给与净融资情况 (亿元)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 212. 债券供给结构向利率债倾斜



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

供给方面，2024年财政政策将作为经济稳增长的重要发力点，在2023年赤字率超预期提升至3.8%的背景下，有望打破历史常规年份赤字率不高于3%的上限约束，提升至3.5%左右，叠加地方新一轮化债开启，政府债券发行预计保持积极。根据近年惯例，财政部将提前下达2024年新增地方债额度，为早日形成实物工作量，大概率将按60%上限顶格下达，带动利率债发行节奏明显前置，上半年尤其一季度或为发行高峰。

■ 图表 213. 2023 年地方债认购情绪整体较好(倍)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

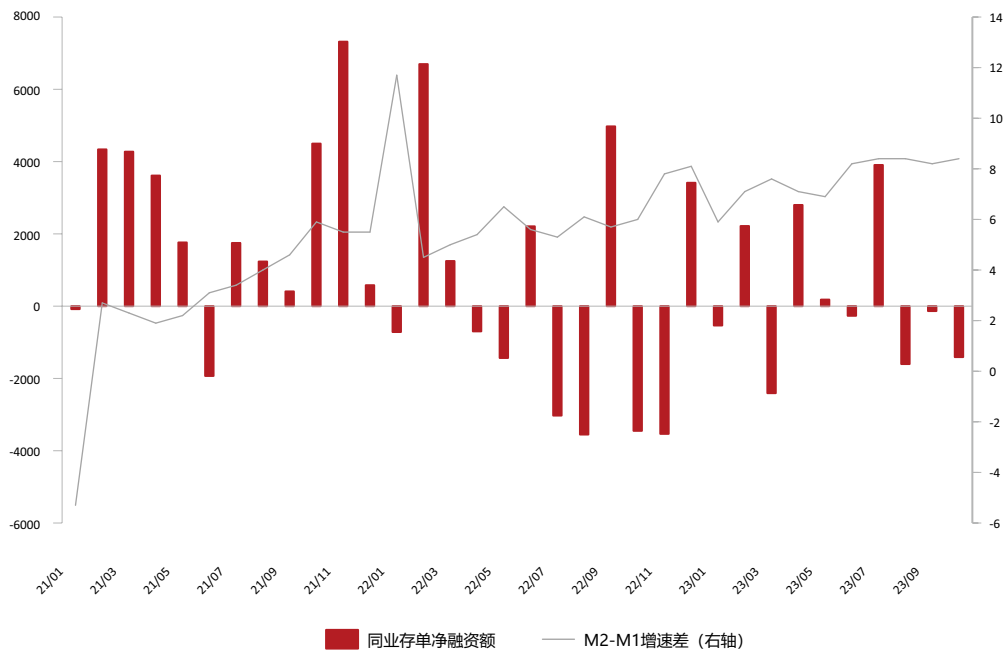
■ 图表 214. 历年地方债提前批次额度下达情况（万亿，%）

批次	下达时间	专项债额度	下达额度占上年额度占比	一般债额度	下达额度占上年额度占比
2019 年提前批次	2018 年 12 月	0.81	60.00%	0.58	69.00%
2020 年提前批次	2019 年 11 月	1.29	60.00%	0.558	60.00%
2021 年提前批次	2021 年 03 月	1.77	47.20%	0.588	60.00%
2022 年提前批次	2021 年 12 月	1.46	40.00%	0.328	40.00%
2023 年提前批次	2022 年 11 月	2.19	60.00%	0.432	60.00%

资料来源：中国银行投资策略研究中心

需求方面，商业银行作为最大的买入与持仓机构对利率债需求变化影响较大。2023 年利率债收益率下行除了流动性偏松及基本面弱于预期相关，供需关系向好也是重要的交易主线，商业银行负债端的稳定对债券需求提供了较大支撑。

■ 图表 215. 银行负债端相对稳定（亿元，%）

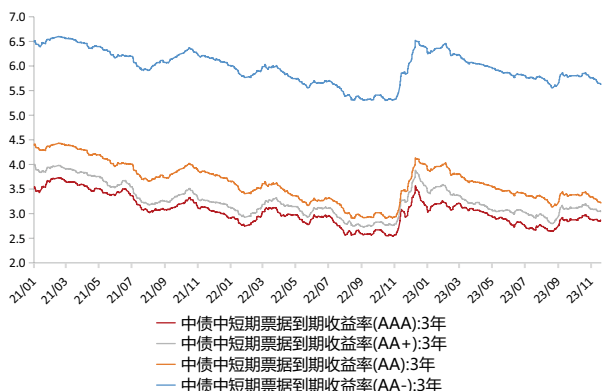


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 4.2.2 信用债：供需结构调整，品种差异分化

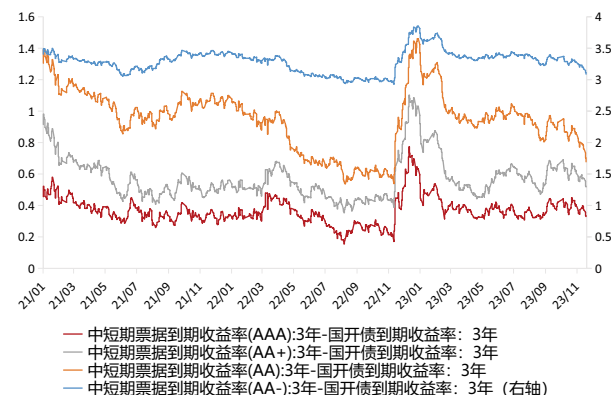
回顾2023年，信用债整体走势与利率债趋同，但在资产荒及地方政府化债的交易逻辑下，表现强于利率债。具体看，大致分为三个阶段：第一阶段是1月至2月初，2022年末的理财资金赎回潮冲击延续，叠加基本面复苏预期较强，收益率小幅上行；第二阶段是2月初至8月下旬，理财赎回潮缓解，规模企稳与资金回归提升信用债需求，随后在供需错配下，资产荒逻辑持续演绎，从高等级品种到中低等级品种的信用利差均出现明显压缩，其间超预期降息、理财资金季节性回升带来的配置压力以及化债方案交替助推收益率趋势下行；第三阶段是8月下旬至年末，随着稳增长尤其是房地产相关政策的推出及资金面波动性增大，理财资金出现阶段赎回，信用债收益率上行后一度高位区间震荡，12月中下旬在降息预期影响下再度快速下行。此外，2023年信用债值得关注的还有信用风险的缓释，2023年违约债券的规模、数量均继续回落至近三年低点，其中新增违约债券数量及规模同步回落，约为2022年的一半左右，新增主体仍主要集中在房地产行业。

■ 图表 216. 2023 年信用债收益率明显下行 (%)



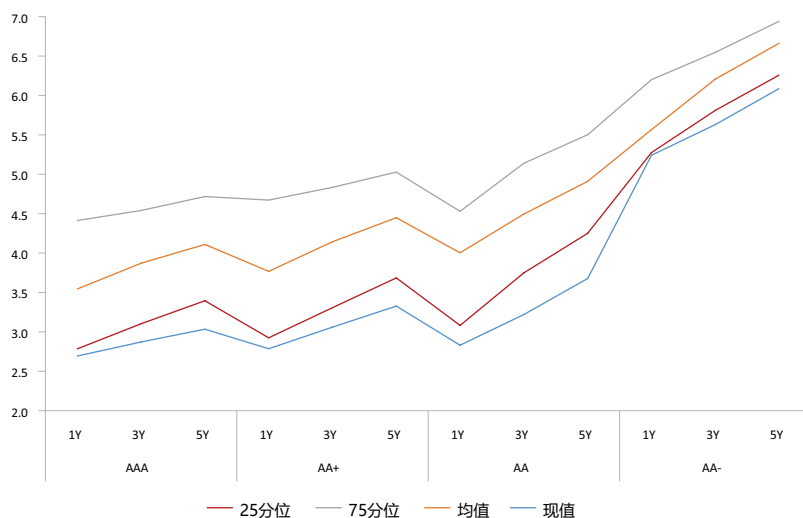
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 217. 2023 年信用利差走阔后大幅下行 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 218. 信用债收益率处于历史低位 (%)



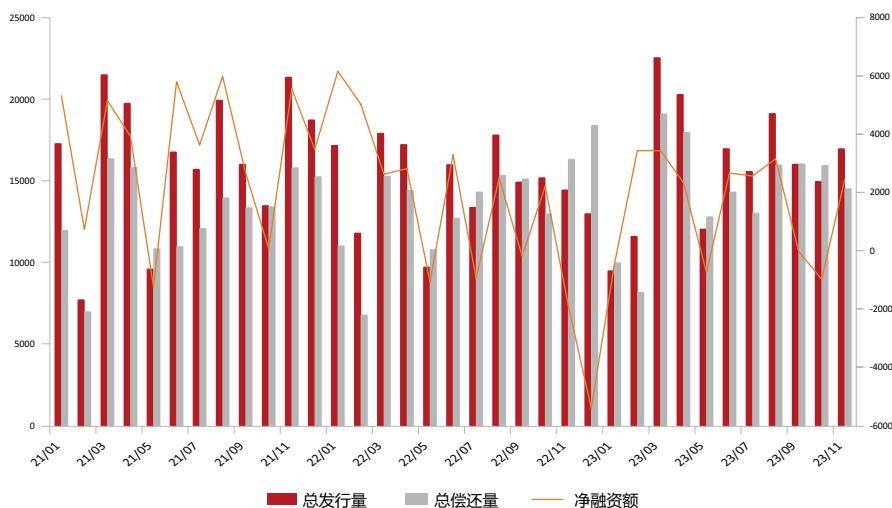
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

展望2024年，地方政府化债与资本新规的施行预计将对信用债的供需格局形成较大影响，考虑高收益资产减少与相对充裕资金需求间的错位，资产荒或将延续，信用利差仍有压缩空间。此外，随着近年违约主体的风险暴露，弱资质国企与房地产民企等风险主体已逐步退出市场，经济持续复苏叠加信贷强力支持，2024年信用债违约风险有望继续下降。

#### 4.2.2.1 供需结构差异，利差或仍压缩

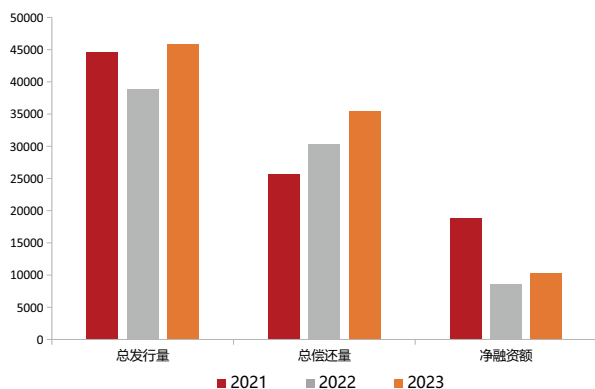
2023年信用债发行与净融资额与2022年基本持平，但结构上差异明显，其中城投及金融债的发行规模约占信用债总发行量一半，但两者净融资规模贡献了信用债净融资总额的1.43倍，除城投及金融品种，其他行业或者产业债净融资规模大多已转负值。在此种发行与融资结构背景下，供给方面，2024年信用债发行及净融资额预计较难出现大幅提升，且融资结构的差异或将更突出，资产荒的交易逻辑预计仍将演绎。

■ 图表 219. 2023 年信用债发行与到期情况（亿元，亿元）



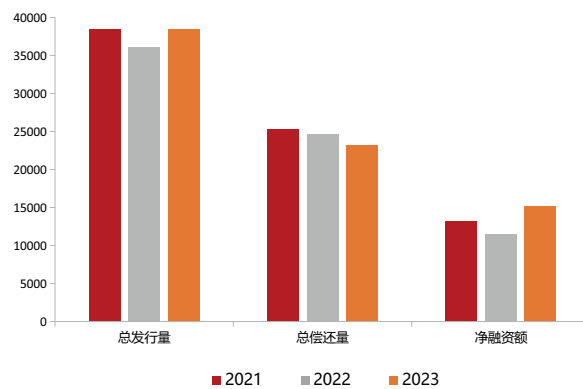
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 220. 城投债净融资额维持相对低位（亿元）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 221. 金融债发行与供给双增（亿元）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

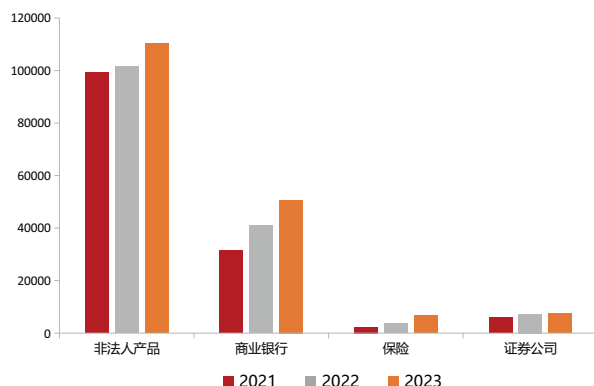
需求方面，商业银行与理财资金作为信用债需求主力，近年持仓规模保持增长，其中理财与债券基金也逐步走出2022年末市场负反馈的影响，规模呈现恢复态势。截至2023年10月末，债券型基金持仓规模较上年末增长4800亿，接近上年同期水平，理财产品规模继企稳后在2023年三季度迎来较快增长，据市场预测年末规模有望恢复至28万亿。在国内经济温和复苏、地产风险进一步化解的背景下，2024年投资者风险偏好有望改善，但或难以出现引导投资者行为趋势性改投其他资产或投资品种。总量上，理财类产品规模仍将保持稳定增长，为信用债需求提供支撑；结构上，个人投资者短期化的投资行为或将加剧信用债短端品种供需的不平衡，进一步压低信用债部分品种的利差空间。

■ 图表 222. 债券产品规模逐步恢复（万亿元）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 223. 理财与商业银行为信用债增持主力（亿元）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

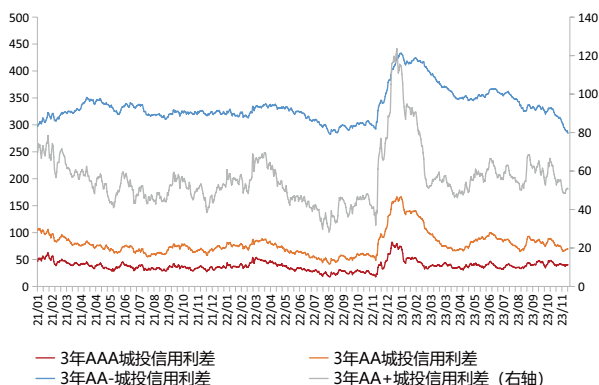
#### 4.2.2.2 化债进程推进，城投债高位震荡

2023年7月新一轮地方隐性债务化解开启。自2018年国务院发文定义隐性债务，并要求地方政府在5-10年内化解，地方债务监管一直都围绕“遏增化存”基调开展。近年严控隐债已成为常态，城投债再融资政策也持续收紧。但地方债务较快增长的情况尚未得到本质解决。

从已披露信息看，本轮化债将从三个方向推进，一是压实地方政府责任，这也是本次化债的前提，在“省级负总责，地方各级党委和政府各负其责，中央给予适度支持”的基本基调下，地方政府要做好属地的资源统筹与开源节流工作；二是由金融机构提供展期或降息的支持，7月政治局会议首次提及“防范化解地方债务风险”，中央金融工作会议延续上述提法，显示地方债务开启全口径管理，地方城投平台各类经营性债务将被纳入本轮地方化债进程；三是由中央提供部分支持，包括允许发行特殊再融资债、央行设置SPV为商业银行支持地方化债提供流动性支持。截至2023年11月10日，已有26个省直辖市和2个计划单列市发行了超过1.35万亿特殊再融资债券用于偿还存量债务，部分偿还压力较大的区域短期压力得到缓解。

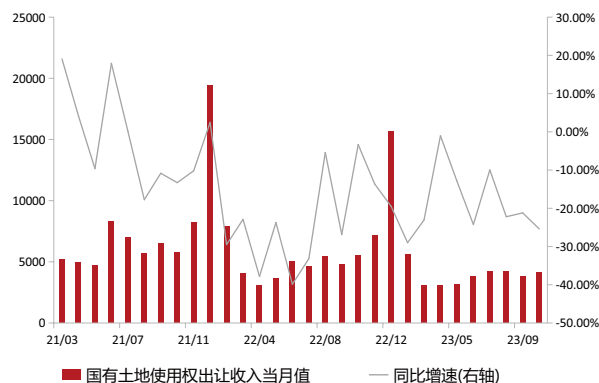


图表 224. 城投债信用利差压缩明显 (BP, BP)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 225. 近三年土地出让情况 (亿元, %)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

2024年地方化债进程将持续。短期来看，新一轮化债降低了城投债尤其是弱区域品种的信用风险，发行市场认购的火爆与弱资质城投信用利差的压缩侧面说明市场对政策利好的认可。高息资产稀缺与化债的低成本置换也为2024年城投债维持高估值提供了较强的支撑。中长期看，化债背后仍是用时间换空间的基本思路，短期压力缓解后，建立地方债务管理长效机制，厘清政府平台的功能定位或仍将是解决地方债务问题的主要路径，化债带来的高涨情绪后，城投债表现或将分化，回归至当地基本面发展趋势中。

图表 226. 2023 年地方化债的部分政策表述

日期	部门	会议 / 政策	相关表述
2023年3月5日	国务院	政府工作报告	防范化解地方政府债务风险，优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量。
2023年3月9日	全国人大财经委	《2022年中央和地方预算执行情况与2023年中央和地方预算草案的审查结果报告》	强化专项债还本付息资金收支核算管理，探索建立专项债券本金偿还机制。抓实化解地方政府存量隐性债务，通过市场化法治化处理机制，规范隐性债务风险处置工作。
2023年6月26日	审计署	《关于2022年度中央预算执行及其他财政收支的审计工作报告》	49个地区通过承诺完成回购、国有企业垫资建设等方式违规新增隐性债务415.16亿元，建议后续督促基层结合实际逐步降低债务风险水平，稳妥化解隐性债务存量。逐步剥离地方政府平台公司的融资功能，推动分类转型发展。
2023年7月24日	-	中共中央政治局会议	要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。
2023年8月1日	央行、外管局	2023年下半年工作会议	统筹协调金融支持地方债务风险化解工作。
2023年8月18日	证监会	证监会有关负责人答记者问	强化城投债券风险监测预警，把公开市场债券和非标债务“防爆雷”作为重中之重，全力维护债券市场平稳运行。
2023年8月18日	央行、金融监管总局、证监会	金融支持实体经济和防范化解风险电视会议	金融部门要认真贯彻落实党中央、国务院关于防范化解重点领域风险的精神，统筹协调金融支持地方债务风险化解工作，丰富防范化解债务风险的工具和手段，强化风险监测、评估和防控机制，推动重点地区风险处置，牢牢守住不发生系统性风险的底线。

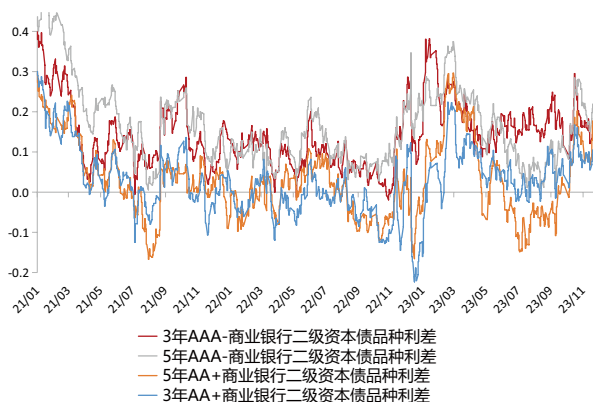
日期	部门	会议 / 政策	相关表述
2023年8月28日 2023年8月30日	国务院 / 财政部	《国务院关于2023年以来预算执行情况的报告》、《2023年上半年中国财政政策执行情况报告》	进一步压实地方和部门责任，严格落实“省级负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，中央财政积极支持地方做好隐性债务风险化解工作，加强跨部门联合监管。
2023年10月30日-31日	-	中央金融工作会议	建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构。

资料来源：新闻整理，中国银行投资策略研究中心

#### 4.2.2.3 资本新规施行，金融债值得关注

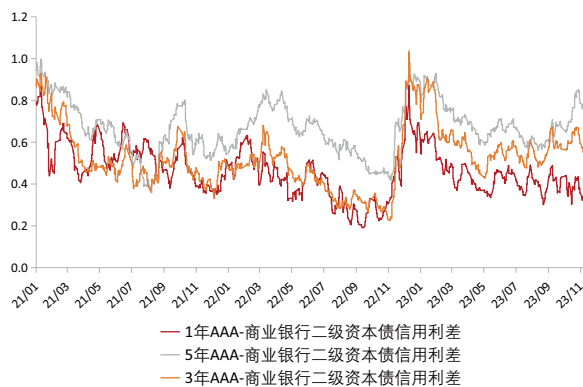
商业银行二级资本债与永续债作为金融债中占比最高的品种，兼具交易和配置属性，市场机构参与活跃，除商业银行外，基金与保险机构是其主要参与机构。2022年末至2023年初受理财赎回潮和城商行二级资本债不赎回影响，收益率明显上行，后虽跟随其他普通信用债表现回落，但回落幅度不及同等级其他信用债，从配置角度看其估值具备相对优势。未来随着高息债券资产供给受限，中高等级的长久期二永债信用风险可控，利差分位较其他同等级品种更高，或可缓解保险等长期资产配置资产不足的问题。

图表 227. 二级资本债存在配置优势 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 228. 二级资本债存在配置优势 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

估值之外，资本新规的施行可能给金融债的供需带来新的变化。前期发布相关管理办法要求全球系统重要性银行外部总损失吸收能力风险加权比例在2025年前应达到18%。根据最新公布情况，我国目前有5家商业银行为全球系统重要性银行，除工农中建4家延续上榜外，交通银行首次入选。巴塞尔协议Ⅲ对于入选第一组和第二组的银行分别执行1%和1.5%的附加资本要求。为达到上述标准，在启动发行TLAC非资本债券之前，上述5家机构可通过发行二永债来进行资本补充，二永债的发行或将提速。与此同时，资本新规对商业银行、其他金融机构的次级债以及TLAC债务工具的风险权重由现行的1.0提高至1.5，将影响商业银行需求，以往商业银行之间通过资管产品互持二级资本债的模式或发生改变。

图表 229. 资本新规正式稿变化

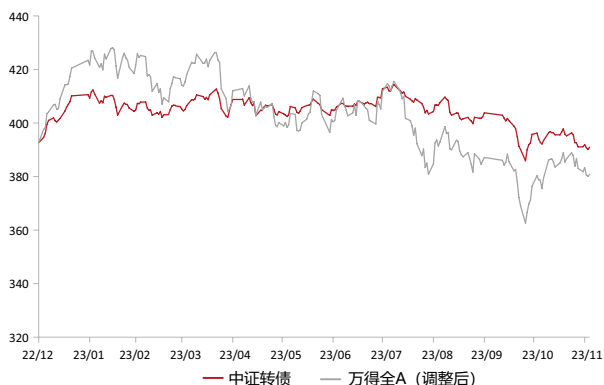
风险暴露	类别		权重		
			正式稿标准	现行标准	
对我国公众部门	对省级（自治区、直辖市） 及计划单列市人民政府	一般债	0.10	0.20	
		专项债	0.20	0.20	
对在其他国家或地区 注册的公共部门实体	对评级 AA-（含）以上		0.20	0.25	
对多边开发银行	对评级 AA-（含）以上		0.20	1.00	
	对评级 AA- 以下，A-（含）以上		0.30		
	对评级 A- 以下，BBB-（含）以上		0.50		
	对评级 B- 以下		1.50		
	对未评级		0.50		
对境内外金融机构 （不含次级债权）	对 A+ 级商业银行的风险暴露	对原始期限三个月（含）以内，或因跨境货物贸易而产生的原始期限六个月（含）以内	0.20	0.20	
		对其他	0.30	0.25	
	对 A 级商业银行的风险暴露	对原始期限三个月（含）以内，或因跨境货物贸易而产生的原始期限六个月（含）以内	0.20	0.20	
		对其他	0.40	0.25	
	对 B 级商业银行的风险暴露	对原始期限三个月（含）以内，或因跨境货物贸易而产生的原始期限六个月（含）以内	0.50	0.20	
		对其他	0.75	0.25	
	对 C 级商业银行的风险暴露			1.50	0.20 或 0.25
对投资级其他金融机构的风险暴露			0.75	1.00	
对公司	对一般公司的风险暴露		对投资级公司的风险暴露	0.75	1.00
			对中小企业的风险暴露	0.85	1.00
对次级债权 （未扣除部分）	对我国开发性金融机构和政策性银行的次级债权		1.00	1.00	
	对我国商业银行的次级债权		1.50		
	对我国其他金融机构的次级债权		1.50		
	对全球系统重要性银行发行的外部总损		1.50		

资料来源：国家金融监管总局，中国银行投资策略研究中心

### 4.2.3 可转债：估值调整有望修复，关注结构性机会

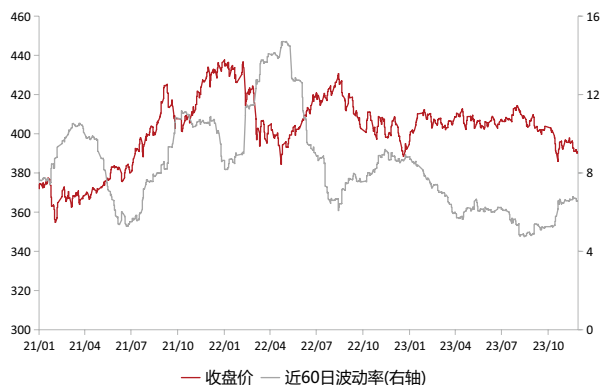
2023年，转债市场延续估值高位震荡特征，走势呈现“上行、震荡下行、反弹”的特征。在流动性宽松和纯债偏强的环境下，下跌风险可控。转债走势和正股高度相关，宏观环境仍然是主要影响因素，市场交易信心受国内经济修复预期影响。年初转债跟随股市反弹，平价驱动表现优于估值驱动，中证转债指数从394.6点上涨至412.34点，涨幅达到4.50%，估值在高位并继续上行。自2月进入震荡阶段，但在债底支撑下保持震荡、强于正股，转债相对股市更有韧性，转债估值受弱资质转债退市影响，波动明显加剧。8月以来，受股市影响快速杀跌，中证转债指数大幅下行，跌幅达6.87%，转债市场估值大幅收敛至2021年以来低位。从10月底开始中证转债指数底部反弹，估值底部反弹。

图表 230. 2023 年转债相对抗跌（点）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 231. 2023 年可转债波动率中枢降低下降（点，%）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

2023年初，全面注册制对转债的审批也进行了简化和适度放松，长期来看转债发行将受益于要求放松与行政审批加快。尤其是主板上市企业发行可转债适用条款出现明显优化，包括但不限于再融资限制的放宽、审核期限与核准期限的明确及收窄等。需要说明的是，由于减持新规的影响，2023年8月以来转债审批速度出现一定放缓，但长期来看转债市场的供给依然可期。

图表 232. 全面注册制下转债发行条件简化

	全面注册制前	全面注册制后		
	沪深交易所主板、科创板、创业板、北交所、全国股转系统	主板	创业板	科创板
盈利能力	交易所主板上市公司向不特定对象发行可转债的，应当最近 3 个会计年度盈利	最近 3 个会计年度连续盈利	最近 2 年盈利	无
净资产收益率	交易所主板上市公司向不特定对象发行可转债的，最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于 6%	最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于 6%	无	无
杠杆	本次发行后累计公司债券余额不超过最近一期净资产额的 50%	本次发行后累计公司债券余额不超过最近一期净资产额的 40%	无	具有合理的资产负债结构和正常的现金流量
利息保障倍数	最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息	最近三个会计年度实现的年均可分配利润不少于公司债券一年的利息	无	最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息
担保	无	公开发行应提供担保，但最近一期经审计的净资产不低于人民币 15 亿元公司除外	无	无

资料来源：中国证券监督管理委员会、中国银行投资策略研究中心

#### 4.2.3.1 内外环境改善有待释放，股市活跃对转债构成利好

国内经济修复积极因素不可忽视，工业企业单月利润连续两月维持正向增长。结构方面，中下游盈利边际好转，上游转弱。库存方面，工业企业产成品库存环比下降、同比进一步提升，预示补库周期临近。三季度GDP增速超预期以及四季度稳增长政策发力时点略前置，预示2024年稳经济的诉求较强，叠加财政政策积极表态，平急两用、城中村改造、保障房建设等政策抓手或加速发力，市场对国内经济修复斜率的预期较此前好转，将成为提振市场情绪的重要影响因素。在逆周期调节政策不断出台及政策效用逐步显现的情况下，国内经济将会继续复苏。事实上，已经出现了一些经济基本面修复的迹象。随着股市不断活跃，转债也会迎来阶段性机会。

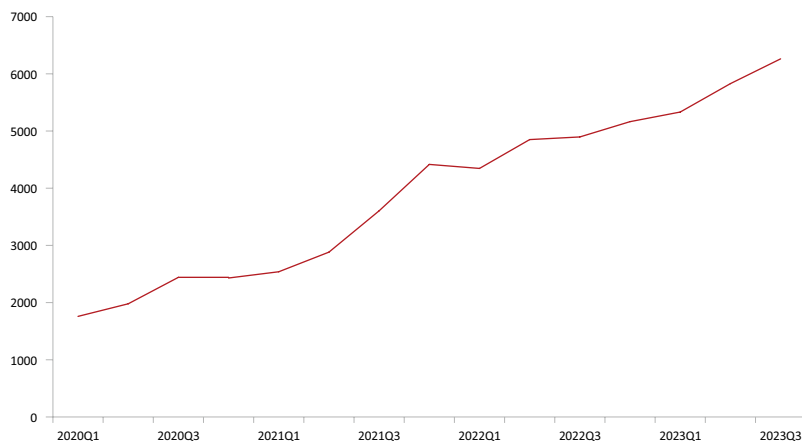
#### 4.2.3.2 逆周期政策精准有效，债底具有保护作用

债市的担忧在于逆周期政策影响。重点关注2024年宽信用政策力度，对于地产投资拖累加深、基建投资动能放缓能否起到托底作用。当前财政扩张的着力点并不是单纯为了推高投资增速，而是通过将投资的重点聚焦于关键领域和薄弱环节，坚持精准有效的投资导向，加快补短板弱项，支持新型基础设施、新型城镇化以及交通、水利等重大工程建设。因此债市出现调整的幅度相对有限，同时债市震荡区间的收窄，债市对转债市场的边际影响作用转弱。

#### 4.2.3.3 转债净供给减少，需求端保持相对稳定

转债供给端，虽然全面注册制对转债发行进行了一定放松，但考虑到转债发行各环节的速度放缓、2024年上半年大规模标的供给缺失、再融资新规的限制以及部分转债将陆续到期等因素，预计2024年转债净供给将继续出现下降。转债需求端的机构化程度不断加深，公募基金、年金、保险、券商自营是持有比例最高的四类机构，这几类机构对转债的需求相对稳定，转债需求的基本盘稳健。对于市场重点关注的“固收+”基金对转债的配置变化，可以分别从基金总份额和仓位角度进行判断。在2024年权益市场不断活跃的预期下，预计“固收+”基金份额有望企稳回升。同时在纯债收益中枢下行的背景下，“固收+”产品对转债的需求有望延续，因此预计2024年“固收+”基金转债仓位保持稳定。在基金份额回升、仓位保持稳定的判断下，2024年“固收+”基金对转债的需求有望保持净增长。

■ 图表 233. “固收+”基金持仓转债规模变化（亿元）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

#### 4.2.3.4 转债估值仍处高位，关注结构性机会

从PE等权益估值来看，当前A股市场整体估值水平已处于历史相对低位，转债对应的正股估值亦调整至历史低点，均处于历史10%分位数附近。然而从转债市场来看，当前估值仍处相对高位。考虑到当前经济复苏动能相对平缓，修复斜率仍相对较缓，货币政策尚不具备转向条件；尤其是在高质量发展路径下，后续流动性环境或将继续维持平稳以助力经济复苏，9月央行降准呵护跨季流动性。8月27日，证监会再融资新规发布，转债预案进度明显放缓，后续新券发行节奏放缓且无改善迹象，或将对转债市场估值起到一定支撑作用。在经济内生动能仍在恢复、国内宏观政策不断发力的背景下，当前权益市场的估值和情绪指标均处于偏底部位置，转债估值明显压缩后已低于2022年以来中枢水平，整体上仍处于可以配置区间，建议关注转债市场阶段性及结构性机会。

## 4.3 中资及其他新兴市场美元债

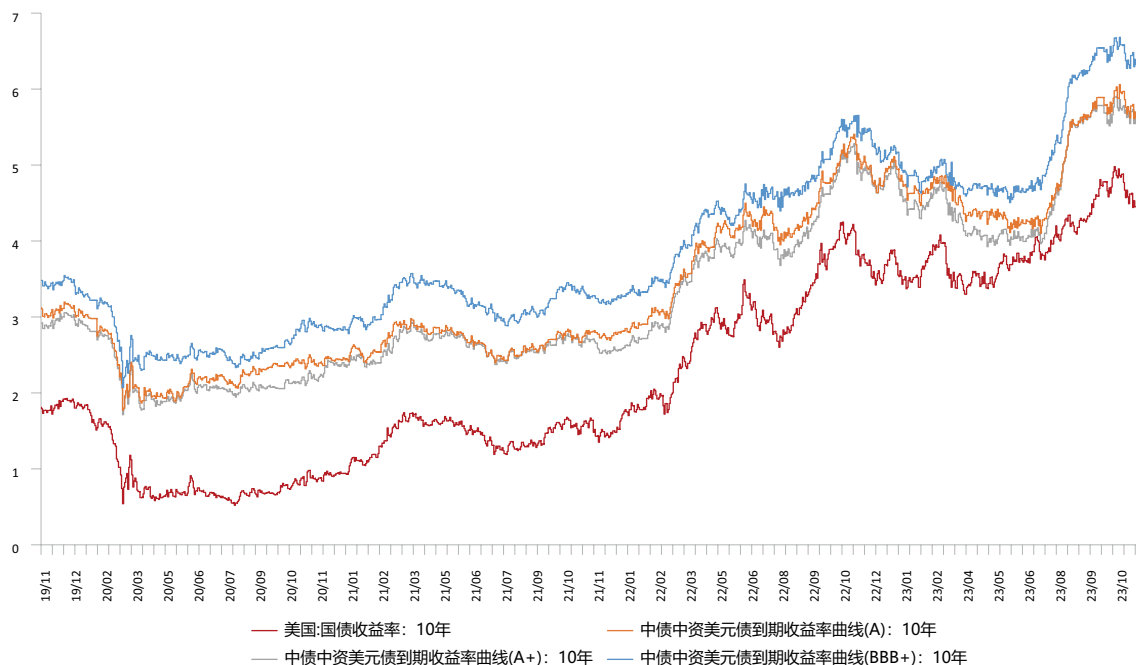
回顾2023年，中资及其他新兴市场美元债先扬后抑，震荡分化。从2022年四季度至2023年一季度，市场对美国衰退的担忧上升，叠加美欧爆发银行危机，且市场对美联储停止加息充满期待，甚至开始交易降息预期，美债利率快速下降，推动各类美元债资产包括中资及其他新兴市场美元债均全线上涨。但后续的数据验证了美国无论是通胀还是经济皆保持较强韧性，美联储进一步收紧，继续实施了4次加息，将基准利率提升至5.25%—5.50%的水平，致使从2023年二季度以来，中资及其他新兴市场美元债反弹乏力，在弱势震荡中各区域与行业间也出现明显分化。其中新兴市场斯里兰卡、哥伦比亚、乌克兰的政府债券2023年以来大部分期限品种的收益表现超过50%，而俄罗斯、土耳其的美元债券被全球资金抛弃而大跌。在中资美元债里，2023年投资级表现相对稳定，目前有4%以上的上涨，但受国内地产行业持续表现低迷、违约爆雷事件频发影响，高收益级品种连续大幅下跌，中资美元债房地产债券指数全年跌幅近30%。

展望2024年，随着美国核心通胀数据的进一步回落，市场的讨论焦点已经转移到美联储何时会开始降息，美元及美债利率趋势性下行窗口大概率在2024年开启。中资及其他新兴市场美元债或迎来黄金配置窗口，2024年有望重拾反弹，以震荡上涨为主基调。新兴市场美元债虽然因全球经济环境及个别地区经济差异而继续表现不同，但资金回流的积极性或改善，整体投资价值有望提升。中资美元债境内外利差较高且信用风险较小的投资级品种如城投、金融、非金融板块，估值具备较高吸引力，可择机加大布局；但地产板块由于基本面仍处于缓慢复苏阶段，行业恢复的不确定性仍强，即使在白名单扩围等宽松政策的提振下有短期博弈机会，但仍以谨慎为佳，仅建议关注融资渠道更为畅通、销售更为稳健的优质央国企主体。

### 4.3.1 加息结束，美元债拨云见日

中资及其他新兴市场美元债的收益率走势通常受基准利率、汇率及信用利差影响。而基准利率和汇率都主要取决于美联储的货币政策。根据历史表现分析，联邦基金目标利率作为美联储货币政策的重要价格指标，成为影响基准利率美国10年期国债到期收益率与美元指数的关键因素，进而对中资及新兴市场美元债的定价发挥举足轻重的作用，尤其是投资级品种。以中资美元债投资级为例，其与美国国债收益率走势相关性高，近两年两者相关性在0.98以上。

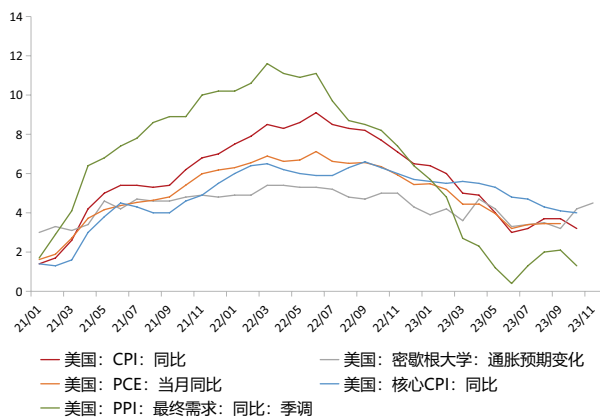
图表 234. 高等级中资美元债与同期美国国债收益率表现 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

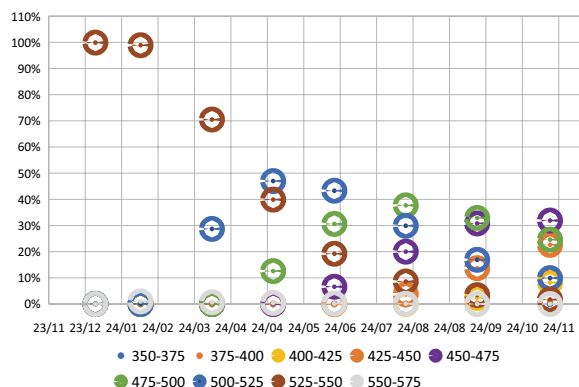
随着美国加息进程的结束，美债收益率的峰值或已出现。10月美国CPI同比增长3.2%，低于前值3.7%和市场一致预期的3.3%，同时在能源价格下跌的影响下，10月PPI同比仅为1.3%，远低于前值2.2%和预期1.7%。零售数据亦有走弱的态势，10月环比增速在时隔7个月后转负，指向美国消费市场已明显降温。2024年美债收益率与美元指数由高位回落的确定性较强，中资及其他新兴市场美元债将拨云见日，随美债表现开启收益率下行窗口。

图表 235. 美国通胀逐步降温 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

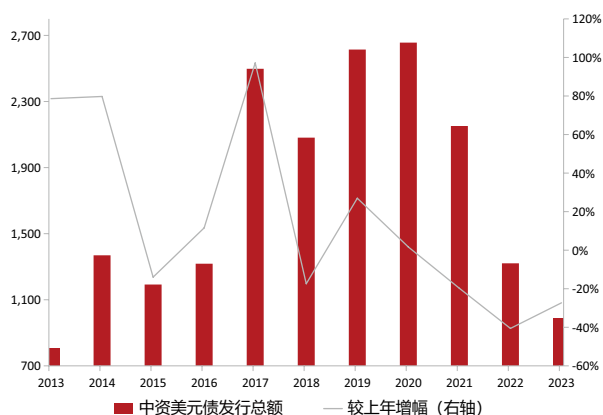
图表 236. 市场普遍预期美联储不再加息 (%)



资料来源：CME，中国银行投资策略研究中心

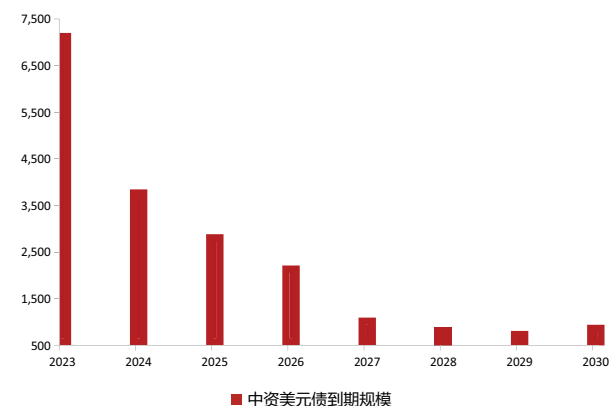
中资美元债的供给下降趋势有望在2024年随着加息结束而趋缓。近两年受境外融资监管趋严、中资房企信用风险事件及美联储激进加息等影响，中资美元债净融资规模大幅收缩。截至2023年10月，中资美元债发行规模较2022年同期下降约27%，创2015年以来发行规模的新低。美联储加息致融资成本急剧上升是重要抑制因素。考虑到2024年中资美元债到期规模约3,600亿美元，较2023年的7000+亿明显收敛，2024年再融资压力有所减少，中资美元债一级发行市场或回暖，净融资额或进一步回升。

■ 图表 237. 2013—2023 年 10 月中资美元债发行量（亿美元，%）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 238. 2023—2030 年中资美元债到期情况（亿美元）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

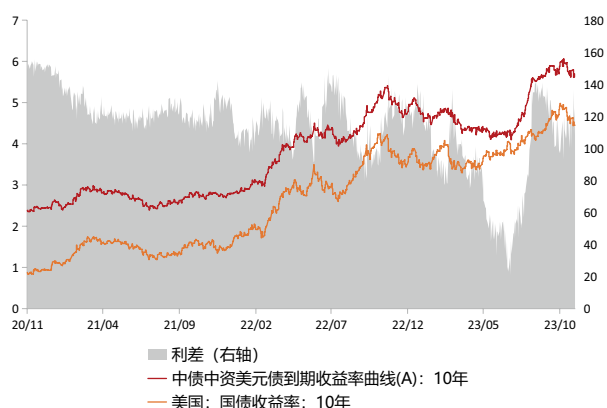
### 4.3.2 利差收窄，投资级更胜一筹

信用利差对中资及其他新兴市场美元债的影响，通常反映不同宏观经济环境和发债主体的基本面状况，以及境内外市场分割和信息不对称在风险上的溢价。参考2023年俄罗斯、土耳其及中资地产高收益美元债的走势，地缘政治风险、货币的恶性贬值及信用违约风险即推动信用利差走阔的典型事件。2023年，中国及其他新兴市场国家均已步入经济恢复期，生产回归正常，需求渐渐恢复，宏观经济环境与发债主体的基本面状况较前几年有明显改善，带动大部分区域的美元债尤其是投资级指数止跌企稳，信用利差亦从历史高位收窄；但随着美债收益率的快速上升，中资美元债的信用利差再创新高，以房地产为代表的高收益级中资美元债收益率利差目前超过2000BP，处于历史最高水平。

结合2024年全球加息潮趋于结束，美债利率的回落将增强中资及其他新兴市场美元债信用利差的收窄动力，同时以中国为代表的新兴国家的财政及货币政策更趋向宽松，助力经济恢复，信用风险较小的投资级美元债如城投、金融、非金融板块投资价值更佳。投资级美元债的收益率位于历史高位，估值具备较高吸引力，2024年可加大配置，并适当拉长久期博取资本利得空间。地产板块的高收益债券在商品房销量好转之前，行业的实质改善没有明确信号，可能针对受信贷政策支持白名单企业有短期博弈机会，可以关注融资渠道更为畅通、销售更为稳健的优质央国企主体，但2024年预计地产整体需求仍是偏弱期，相关的高收益中资美元债虽然利差诱人，但仍不建议激进配置。

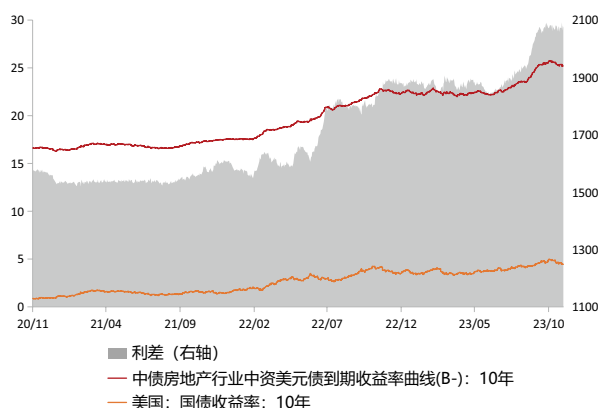


■ 图表 239. 投资级中资美元债收益率和利差(%, BP)



资料来源: WIND, 中国银行投资策略研究中心

■ 图表 240. 高收益级中资美元债收益率和利差(%, BP)



资料来源: WIND, 中国银行投资策略研究中心

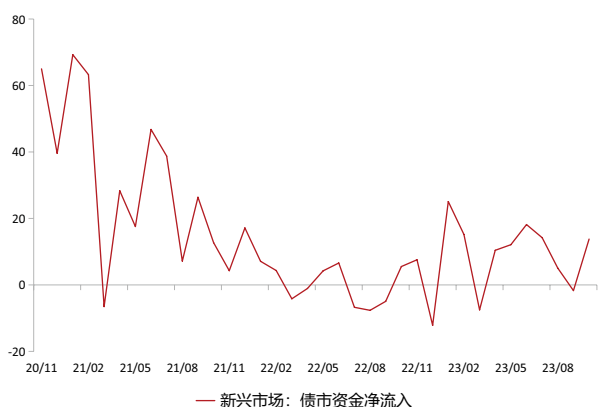
### 4.3.3 资金回流，新兴市场再现生机

自2022年3月美国开始本轮加息周期，美元指数的上升导致融资环境收紧，部分新兴市场国家不仅面临债务负担加重的压力，还面临资本流出的困境。斯里兰卡就在2022年成为本轮首个主权债务违约的新兴国家，土耳其等信用风险较高的国家也在2023年受到明显打击，加息周期确实成为新兴市场美元债的最大压力。本轮加息周期中存在一些和以往不同的分化表现，墨西哥、巴西等拉美新兴市场多为资源出口型国家，由于发达经济体经济扩张，大宗商品价格维持高位，出口额的不断攀升支持了这些国家的货币表现。2023年，一些信用评级最低的主权债收益率领跑全球债市，赞比亚、斯里兰卡等曾经在2022年因低评级、缺少融资来源、经济基本面持续低迷的主权债券，因债务重组以及获得IMF的支持重新获得市场的关注，阿根廷、尼日利亚等国家也因为采取大刀阔斧的改革而吸引了全球投资者。

展望2024年新兴市场美元债的走势，虽仍会因全球经济环境及个别地区经济差异而继续表现不同，但预计整体投资机会和热度有望提升。一方面美元指数强势难继，各国货币环境有望明显改善，资金流入的积极性将提高，新兴市场地区的整体通胀已显著回落，基本面的平衡有助于汇率的稳定，资金的回流和汇率的稳定将提振新兴债券市场，新兴市场美元债的信贷评级上升的机会大于下跌。另一方面，新兴市场美元债目前能提供极为吸引的整体收益率。新兴市场美元债综合指数估值处于低位，获利空间值得想象。截至2023年10月，新兴市场美元债综合指数距本轮加息之前的高位回落近18%，目前处于近五年27%的历史分位。建议加大对新兴市场美元债的关注。

从区域上来看，一些估值已经偏高的亚洲新兴市场债券，加上汇率管制，不会很快得到降息的支持，或表现弱于许多正在实施货币宽松的拉美新兴经济体。根据2023年新兴市场指数治理结果显示，从2024年6月28日起，摩根大通将把印度政府债券纳入其新兴市场政府债券指数的全球指数系列中，印度政府债券在这一系列指数中的权重可高达10%，预计带来300亿美元的固定收益资金流，将有助于稳定印度的债券收益率。

图表 241. 新兴市场债市资金净流入（十亿美元）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 242. 新兴市场美元债综合指数



资料来源：Bloomberg，中国银行投资策略研究中心

## 4.4 美债：定价逻辑回归基本面，收益率继续震荡下行

美债方面，2023年美国经济增长超预期，同时劳动力市场总体表现稳定，使得市场修正了早前对美国经济衰退的预期，转而定价美国经济将实现软着陆，因此市场预期高利率可能持续更长时间。同时，美国通胀虽持续下行，但CPI数据在6月下跌至3.0%后开始反弹，核心通胀仍远超过2%的目标水平，且美国就业市场失业率依旧处于低位，美联储主席鲍威尔向市场传递利率将在高位维持较长时间以控制通胀的决心，导致美债收益率迭创年内新高。

一季度，市场一度预期美联储将在2023年继续加息100BP，美债长短期收益率同步上涨。但随之而来的美国硅谷银行意外暴雷使得市场对金融稳定性存在担忧，并引发市场对美联储货币政策反转的预期，美债收益率再次快速下跌，2年期和10年期美国国债收益率一季度分别下行35BP和40BP。中美10年期国债利差倒挂现象持续了近11个月，同时美国短期国债与长期国债收益率继续倒挂，反映出美国衰退概率正在加大。

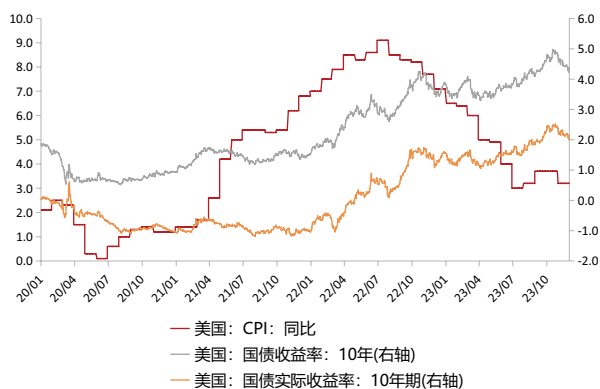
二季度美国通胀依然韧性十足，美国5月核心CPI同比5.3%，核心通胀下降速度依然偏慢。虽然美联储6月选择暂停加息，但同时调高了点阵图50BP以表达控制通胀的决心。市场预期美元加息结束的进程低于年初的预期，美国债市二季度反弹受阻，2年期和10年期美国国债收益率较一季度分别上行81BP和33BP。但从半年期间看，2年期美国国债收益率上行46BP至4.87%，相反10年美国国债收益率则下行7BP至3.81%，美国长短期国债收益反差表明市场预期美联储短期降息概率较低，但长期来看降息不可避免。

三季度，美国经济数据意外持续走强，尽管9月服务业PMI53.6，较上月微降，但8月份美国服务业PMI升至54.5创2023年2月以来的新高；叠加三季度原油价格上涨超过20%，美国通胀数据重新回升，核心CPI仍处于4%以上，大幅高于2%的目标，使得市场对美联储结束本轮加息进程的预期迟迟得不到回应，反而是美联储9月议

息会议释放超市场预期的鹰派信息，强势美元再次回归，美债收益率明显承压上行，尤其是长端品种跌幅更大，10年期美国国债收益率在三季度录得本轮调整的新高4.59%，季度上行78BP。

四季度，10月CPI和PPI数据超预期放缓，通胀持续放缓；美国申请失业救济人数超预期，美国劳动力市场同步降温，投资市场对美联储几十年来最激进的加息周期已结束的预期高涨，导致基准收益率从十几年来的最高水平跌落。10年期美债收益率在10月23日触及十六年来高点5.02%后已下跌53.3个基点至4.49%。

■ 图表 243. 实际收益率中枢抬升推高美债收益率  
(%, %)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 244. 美债期限利差延续倒挂 (%)



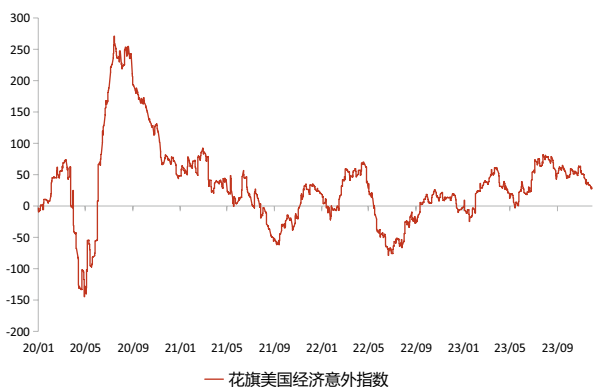
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

展望2024年，影响美债利率走势最关键因素还是美国经济和通胀问题以及美联储货币政策走向。2023年四季度末开始美国经济增长速度将边际放缓，主要因为美国家庭部门的超额储蓄对私人消费支出的支持动力在减弱，居民部门超额储蓄预料会在2024年二季度消耗殆尽，但对消费预期的消极影响应在2024年上半年有所体现，叠加加息累积效应不断显现等，美国经济增速料将在四季度末开始放缓。此外，经济降温有望带动劳动力市场继续降温，加上新移民增加有助于缓解美国劳动力市场供需压力等，核心通胀压力料将进一步缓和。我们预期美债利率拐点或已出现，美联储料在2024年下半年启动降息，但考虑到市场在反复的预期反转之下可能提前定价，因此短期美债利率可能保持宽幅震荡，待降息信号逐步清晰后步入下行轨道。

#### 4.4.1 消费投资保持韧性，景气信心指标显弱

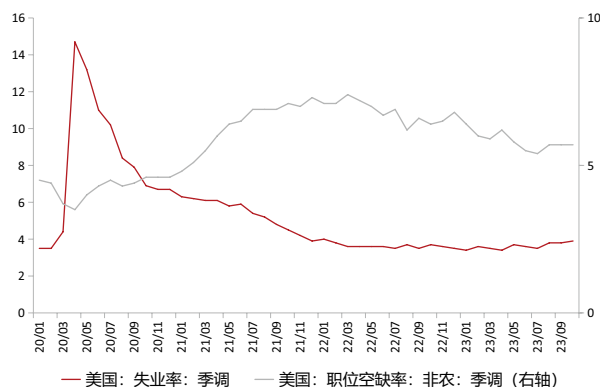
美国GDP中消费占比接近70%，美债走势也与消费韧性息息相关，因此消费对于判断美国经济的前景具有重要指导作用。在财政支持和强劲劳动力市场的带动下，2023年美国私人部门消费呈现韧性，支撑美国个人消费在三季度冲高创六个季度新高。私人部门支出的强劲，可以从实际收入指标进行解释。以不变价计算，2022年美国居民可支配收入为负（通胀过高），但2023年情况已明显改善，当前美国居民可支配收入实际增速在3.5%左右，完全对冲通胀压力，这是美国经济软着陆预期的关键。

■ 图表 245. 2023 年美国的经济意外指数震荡回升



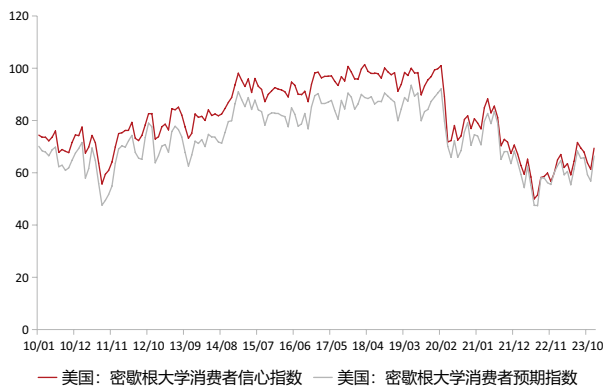
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 246. 2023 年美国就业市场表现强劲（%，%）



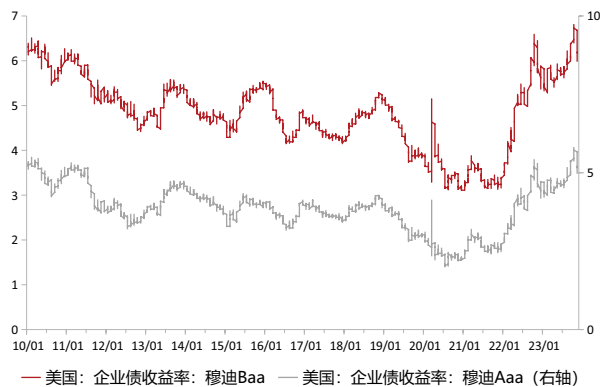
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 247. 2023 年美国消费市场保持韧性



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

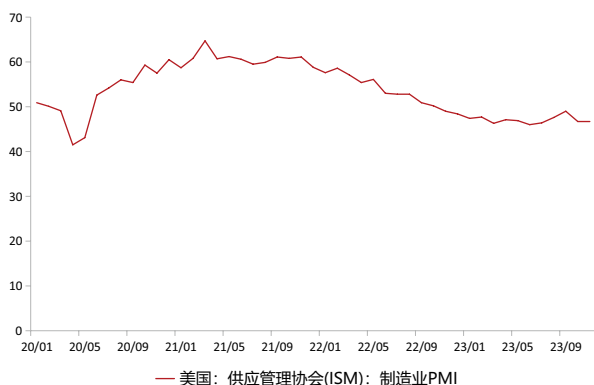
■ 图表 248. 美国企业部门利息成本不断攀升（%，%）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

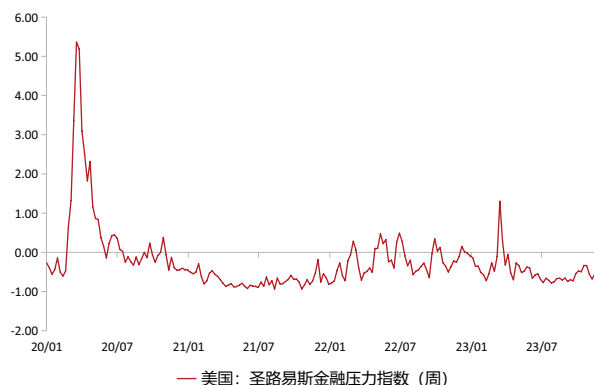
2024 年，超额储蓄支撑将减弱，工作时长和时薪增速也将处于下行趋势。截至 2023 年 4 月，美国居民近几年的超额储蓄已经耗尽，即使将趋势线按照水平线估计，超额储蓄至 9 月也已耗尽。超额储蓄在 2024 年难以继续支撑美国经济的韧性。消费数据强劲的同时，美国消费者信心大幅下行，10 月美国消费者信心指数加速回落至 63.0%，连续三个月下降，均反映出消费前景存在不确定性。2024 年高利率对美国私人部门的影响将显著增加。首先，2024 年美国企业债务进行偿付高峰期；其次，随着银行收紧贷款标准，消费信贷增速可能回落。中小企业的融资成本已经明显走高。高利率维持时间够久之后，负面效应持续传导，将导致社会整体融资需求下降。此外，美债利率高企，加上 10 年期和 2 年期美债利率的倒挂已经持续近一年半的时间，创下历史上最长的倒挂记录，显示衰退压力一直存在。

图表 249. 美国制造业连续 13 个月出现萎缩 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 250. 2023 年 3 月美国银行危机加大金融压力

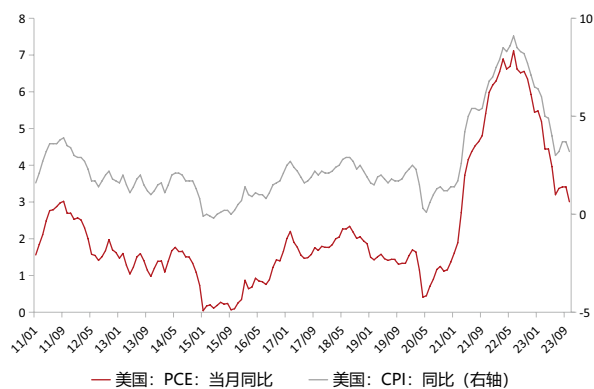


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

#### 4.4.2 通胀中枢不断下移，能源价格仍有扰动

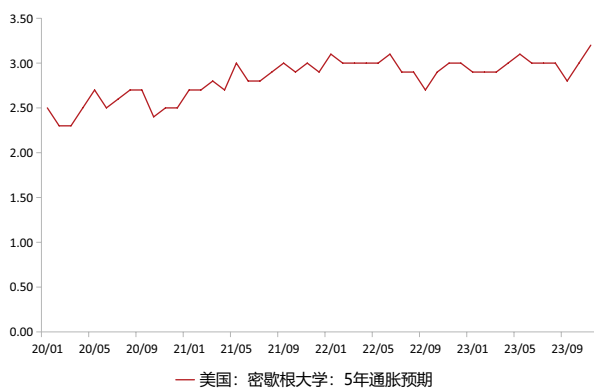
2023 年，核心 PCE 从 2022 年的 5%—5.25% 范围显著下降到 2023 年 9 月的 3.7%。主要来源于三个方面，一是紧缩政策抑制总需求，美联储通过抑制总需求来控制通胀取得成效，房地产和汽车行业等利率敏感行业首先进入收缩状态，例如美国 15 年和 30 年房贷利率不断提高，其中 30 年期贷款利率均值在 2023 年 10 月 26 达到 7.79%，创 2000 年 11 月以来最高。二是租金涨幅回落。房屋租金占美国 CPI 比重约为 35%，美国房价指数领先 CPI 房租约 1 年，这一指标在过去一年显著下降，2024 年美国房租 CPI 将滞后下降，并有望带动核心 PCE 从 4% 左右降至 3% 左右。三是美国劳动力市场转弱。随着美联储紧缩政策取得效果，劳动市场的紧张程度将趋于缓和，就业缺口已从 600 万减少到约 250 万。工资增长已经下降了超过 1.5 个百分点，达到年化 4.2%，领先指标预示未来还会有进一步的下降。随着核心商品和住房通胀快速下行，服务通胀边际回落，鉴于经济保持韧性，核心通胀回到 2% 尚需一定时间，因此美联储采取了按兵不动的货币政策策略。

图表 251. 美国通胀较去年高点回落 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 252. 五年通胀预期仍保持高位 (%)



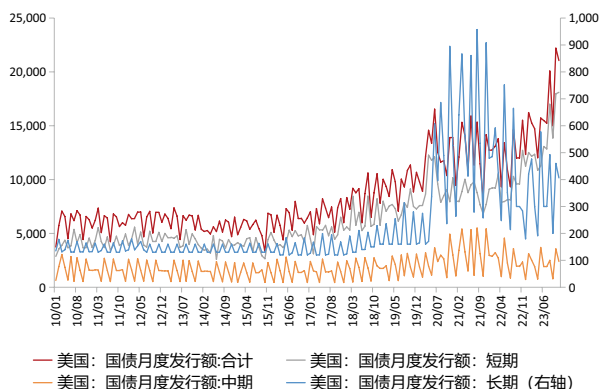
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

2024年通胀能否延续下行趋势将成为美联储是否尽快开启降息周期的关键。虽然通胀进入下行通道，但是回落的过程仍将充满不确定性，一是CPI篮子中房租权重占比超过三成，CPI住房指数放缓具有滞后性，这将影响CPI的降幅表现；二是工资增长仍具粘性，这是2023年除房租以外的核心服务中影响CPI变化的重要因素。近几年提前退休使美国劳动力供给系统性下降，在劳动力紧张阶段性缓解的情况下，工资仍然具有粘性并对通胀下行起到抑制作用；三是地缘冲突带来的能源价格扰动，因此2024年发生地缘冲突引发油价上涨，将对美国通胀变化带来新的不确定性。

#### 4.4.3 财政扩张力度趋缓，供给压力短期缓解

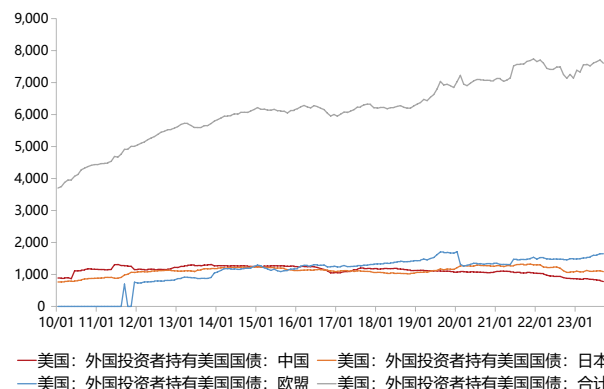
当前美国政府债务的扩张速度和利率上升水平远超通胀，最终体现在利息支付压力加大。2023年美国联邦政府净利息支出在GDP占比为2.45%，2023年存量债务的加权平均利率为2.97%，较前一年2.07%出现了大幅跃升。整体上，2023年以来美国大幅财政赤字是难以持续的，2024年可能看到美债供需矛盾的相对缓和。

■ 图表 253. 2023 年美国国债发行量持续攀升（亿美元，亿美元）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 254. 外国投资者持有美债规模总体保持稳定（亿美元）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

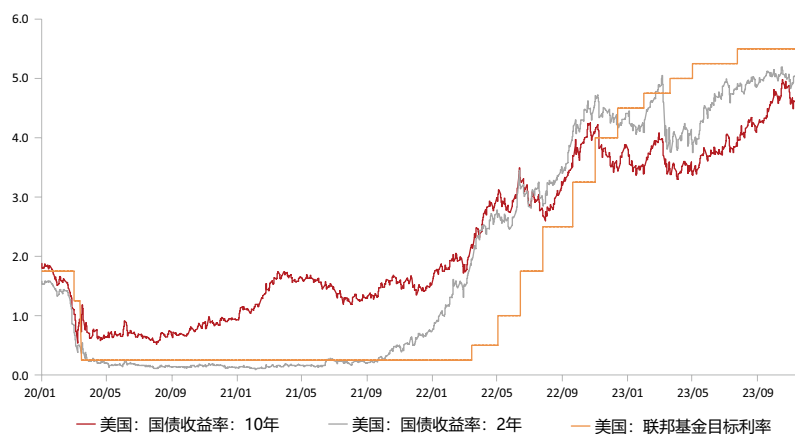
从净发债规模看，中长期美债发行计划相对确定。根据TBAC数据，虽然2023年第四季度中长期美债计划发行量较去年同期有小幅提升，但是已经回落至2020年前的整体水平；2024年一季度发行计划有小幅增加，但中长期债务占比从40.7%降至28.2%，对中长期美债供给担忧可能略有缓解。可以看出，美国财政部顾及美债收益率期限溢价快速走高，降低了中长期债券增发速率，美债长端利率高企对新发国债的结构带来掣肘，因此供给压力会根据市场变化进行自发的调节，很难在中长期对美债收益率走势带来影响。因此，在没有被动发债压力的情况下，大概率不会对现有国债市场供需平衡形成较大扰动。2024年美债定价逻辑更多地取决于基本面矛盾，供给压力可能带来短期阶段性扰动。

关于美债的需求方面，美联储作为主要买家为美债发行提供了支撑。此外尽管美国主权债务评级遭下调，但除中国央行外的外国投资者仍在增持美债。财政赤字主要还是考虑美国政府利息偿付压力问题，当前市场较为关注美债发行，并通过较为悲观的交易情绪引发美债在短期内的大幅波动，可以作为美债底部的信号。

#### 4.4.4 美联储引导市场预期，降息时点仍需等待

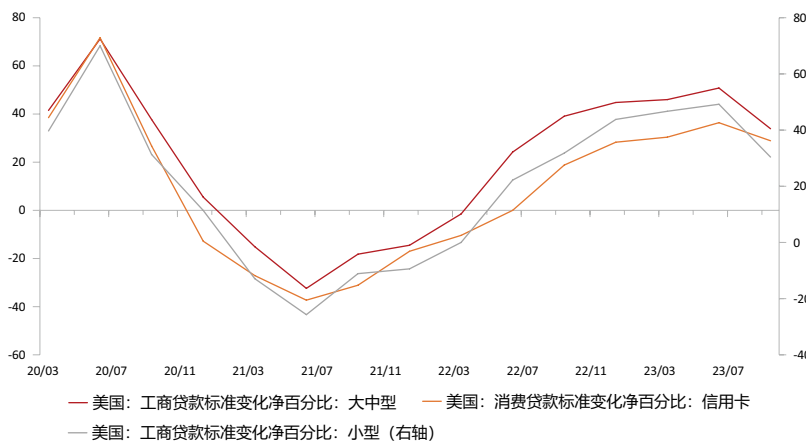
2023年，美联储主要借助鹰派表态影响市场预期，试图最小化加息成本。尽管美联储声称通胀仍然过高，货币政策仍然紧缩，且在必要时还可能采取进一步紧缩的行动；但同时也更加重视紧缩过度 and 紧缩不足之间的平衡，关注点从加息的速度逐渐转移至加息的高度，以及维持高利率的时长。美联储在2023年7月后暂时停止加息，主要原因一是美国通胀顺利回落，PCE通胀率从2023年1月的5.5%回落至6月的3.2%；二是在财政融资规模超预期下，为了对冲美债供给过度的担忧，美联储在11月会议选择再次暂停加息，以平衡美债利率过快上行的影响。11月底，作为鹰派代表的美联储理事沃勒发表鸽派讲话，认为如果通胀继续降温几个月，并且美联储的官员们有信心朝着正确的方向前进，美联储可能会因为通胀较低而降低政策利率。这引发了市场提前交易降息预期并带来美债快速下行。

■ 图表 255. 美联储继续加息美债利率高位震荡 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 256. 2023年美国银行业信贷意愿谨慎 (%，%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

美联储11月FOMC会议纪要显示，参会者认为经济活动和劳动力市场未来一段时间有望边际降温，但是尚无坚实的证据显示通胀将会回到2%的政策目标。以劳动力和通胀为核心的美国经济数据变动仍将是左右美联储货币政策决定的关键。与会者谈到过去一段时间快速走高的美国国债长端收益率导致美国金融条件快速收紧，也同时提高了居民和企业的借贷成本。在市场认为加息结束已是既定事实后，美联储终于官方表态加息停止。

展望2024年，降息的幅度和时点将成为市场的关注焦点。12月美联储FOMC会议预计2024年利率终点降至4.6%，较2023年底的5.4%，最新的点阵图隐含3次降息。虽然这一幅度低于CME利率期货市场隐含的5次降息次数，但不论是鲍威尔的表态还是点阵图的变化，都在不断向市场预测靠拢而非敲打市场。整体来看，我们预计2024年美联储将降息100个基点。

降息的时点，可能需要一些标志性的基本面变化。当前市场重点关注经济增长、失业率以及通胀数据，例如美国11月非农新增就业数据大幅高于预期，引发市场利率高位震荡。从美联储的货币政策路径切换来看，需要完成点阵图调整、管理缩表停止、暗示降息等过程，参考上一轮经验，美联储从暗示结束加息到首次降息持续了半年时间。因此关于降息时点，可能比原本预想的要早，但短期内基本面不支持开启降息，重点关注失业率或者通胀等基本面数据是否突破阈值。





# 外 汇 篇

## 美元跌入中性区间， 非美分化日澳偏强

美元降息周期开启，美国经济大概率软着陆，非美经济表现各异，非美货币继续分化。美元大概率强于经济衰退的欧元，市场已提前交易美元降息时点，建议先维持 2023 年的低配（保守），后续调整至标配；欧元低配（保守），英镑先标配再低配（保守）。日本经济复苏，通胀温和上行，美日国债利差缩窄，建议超配日元（推荐）；澳大利亚经济基面向好、货币政策偏强，建议超配澳元（推荐）；加元标配；外部紧缩逐步结束，中国经济修复，人民币中性偏强，建议标配。

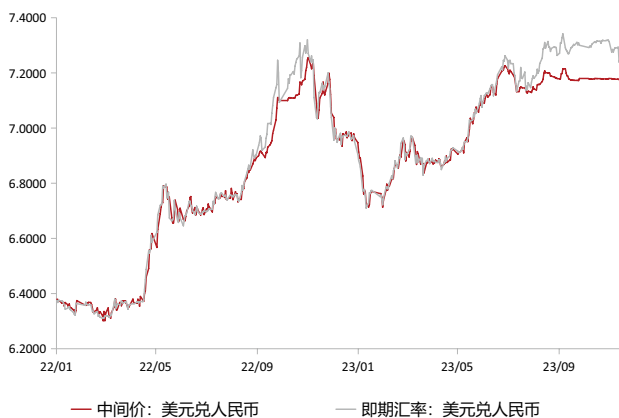
## 5.1 人民币：宽幅震荡，谨慎乐观

### 5.1.1 2023 年人民币汇率一波三折

2023年1月份，人民币汇率（均指人民币兑美元双边汇率）延续了上年底的反弹行情，出现“强预期、弱现实”下的股汇共振。2月份之后进入预期兑现期，人民币汇率冲高回落，从6.7一度跌至7.0附近，此后在6.9附近窄幅震荡。4月中旬，国家统计局发布一季度经济数据显示，国内经济运行实现良好开局但也存在隐忧，经济复苏预期部分兑现引发人民币汇率波动。5月中旬，人民币汇率时隔五个多月再度跌破7.0。6月中旬央行意外降息，人民币即期汇率于6月底跌至7.30。7月份，中央政治局会议释放一揽子稳增长的积极信号，相关部门出台稳外汇政策，叠加美元指数回调，人民币汇率企稳反弹。8月份之后，国内经济曲折修复、美元重新走强，叠加央行再度意外降息，人民币汇率于8月末跌破7.30，9月跌至2023年度低点。此后，人民币汇率基本保持平稳，中间价稳定在7.17至7.18附近，即期汇率围绕7.30窄幅波动（见图表257）。

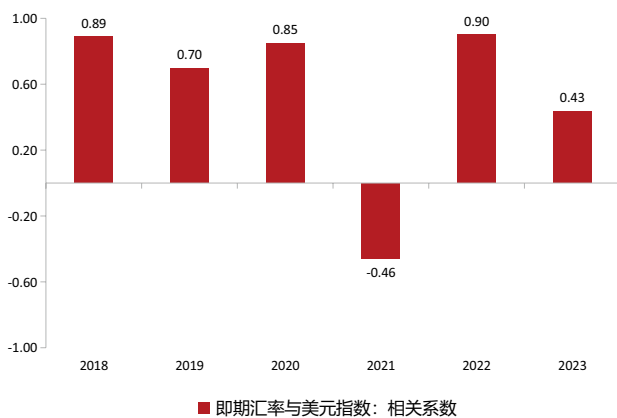
11月初至17日，受益于美联储紧缩预期缓解及美国10月份CPI超预期回落带动美元指数回调影响，人民币即期汇率升回7.30以内。期间，美元指数从107附近跌至104下方，累计下跌2.7%，在岸人民币即期汇率上涨1.0%。2023年初至11月17日，在岸人民币即期汇率与美元指数相关系数降至0.43（2022年全年相关系数为0.90），表明影响2023年人民币汇率走势的内因多于外因（见图表257、258）。

图表 257. 美元兑人民币汇率中间价和收盘价走势



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心，注：即期汇率为境内银行间外汇市场下午四点半收盘价。

图表 258. 人民币汇率收盘价与美元指数相关系数



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

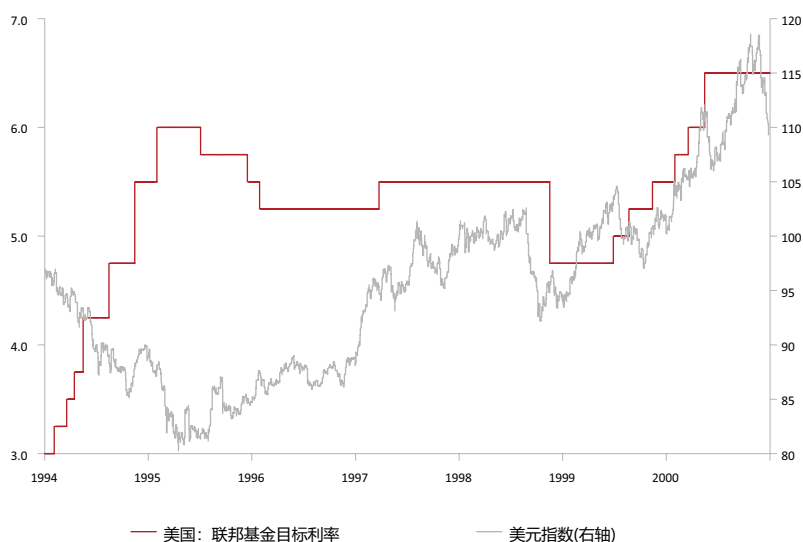
### 5.1.2 2024 年人民币汇率走势的三种情形

2024年人民币汇率走势预计将主要受到三方面因素影响，分别是国内经济修复、海外货币政策走向及外汇政策调控情况。

参考2023年人民币汇率走势，稳汇率的关键在于稳经济，外汇政策的作用主要体现在帮助国内经济调整争取时间。2024年国内经济恢复态势仍然存在较多不确定性。支撑经济恢复的利好因素有三：一是，财政政策延续积极导向。在增发1万亿国债落地后，财政政策出现积极迹象。中央金融工作会议指出“优化中央和地方政府债务结构”，预计中央财政加杠杆仍有空间。二是，货币政策仍有空间。中央金融工作会议强调“着力营造良好的货币金融环境”、“更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱”，预计2024年货币政策工具充足，同时海外紧缩接近尾声也意味着外部掣肘有所减轻。三是，地产对经济拖累或趋于收敛。近期监管层对房企融资再释放积极信号。中央金融工作会议提出“促进金融与房地产良性循环”、“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”。从11月7日住建部与金融监管部门联合召开房企座谈会、11月17日金融监管部门召开金融机构座谈会提出的“三个不低于”政策来看，后续房企融资压力会有所缓解，政策支持下的地产投资增速或有改善。不过，由于市场预期仍然偏弱，经济新旧动能转换过程中经济复苏或存波动，叠加海外货币紧缩尾部效应可能暴露等，都将影响国内经济回升基础的稳固性。

2024年美联储货币政策及美元走势存在三种情形。第一种情形是美国经济“软着陆”，即美国经济增速轻微放缓、失业率小幅走高伴随着美国通胀持续回落。届时，美联储可能不加息或者小幅降息，美元可能出现类似1995年至1996年的走势。当年，美联储顶不住白宫压力，短暂降息但维持紧缩立场，即所谓的“鹰派降息”。初期，市场感受政策“暖意”推动美元小幅贬值，但是越临近大选结束越担忧美联储并未转向，最终在1997年初美联储仅一次小幅加息的敲打下彻底“投降”，美元重新走强。第二种情形是美国经济“不着陆”，即美国经济增速继续维持正产出缺口，失业率处于历史低位，通胀持续高企甚至重新走高。届时，美联储可能不加息或者再度加息，依托紧缩货币政策和宽松财政刺激经济的强势美元政策组合可能会延续。第三种情形则是美国经济“硬着陆”，即美国经济突然失速甚至陷入衰退，失业率大幅走高，通胀快速回落乃至通缩。此种情形下，预计美联储将快速切换至危机处理模式，暂停量化紧缩提升美债流动性，同时快速降息。虽然短期美元走势会受益于避险需求，但拉长长时间看，在避险情绪、信用紧缩警报解除后表现会异常疲软。

■ 图表 259. 联邦基金目标利率和美元指数（%，1973/03=100）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

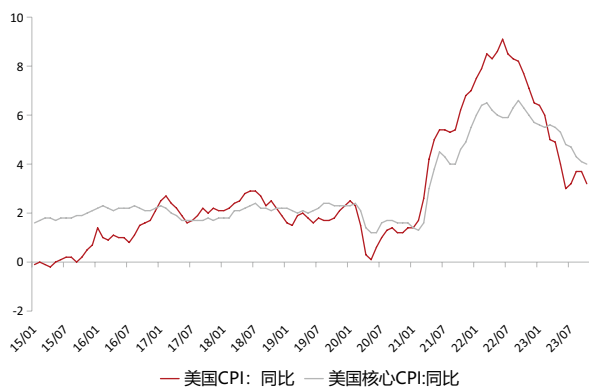
2024年人民币汇率走势面临三种情形。中性情形是，如果中国经济恢复较好，美联储延续紧缩立场，人民币兑美元或呈现有涨有跌、宽幅震荡走势。乐观情形是，如果中国经济持续回升向好，美国经济下行、货币政策转向，中国经济相对美国领先优势扩大，可能支撑人民币兑美元走出趋势性的反弹行情。悲观情形是，如果美国经济不衰退，中国经济复苏继续面临下行压力，那么人民币汇率可能继续承压。我们倾向于中性情形概率更大，不排除乐观情形的意外惊喜，而悲观情形出现概率较低。毕竟中国经济风险已经充分暴露，最坏的情形已经出现，政策已经针对风险缓释与化解采取行动，而美国的情况或正好相反。基于中美经济相对强弱观察，2024年可能都有阶段性此强彼弱的时段，因此人民币汇率宽幅震荡仍是主基调，但年内中美经济“西降东升”的“黄金交叉”时刻或将出现，届时人民币相对强势应属必然。需要指出的是，由于内外部存在诸多不确定、不稳定因素，因此研判汇率走势要切忌线性单边思维。

## 5.2 美元：强势拐点已现，中性宽幅震荡

### 5.2.1 美联储政策由紧转松

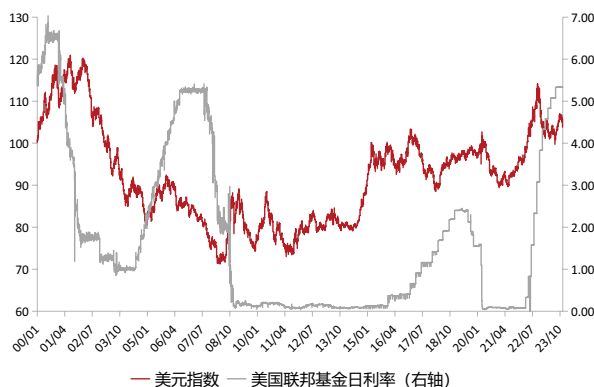
虽然2023年以来美国通胀同比增速持续下降，但是距离美联储的目标水平仍有距离，控制通胀仍是美联储在2023年确认的核心工作。因此，2023年美联储的货币政策依然偏紧，美国联邦基金目标利率全年提升100BP，10年期美债收益率一度上行至5%以上。目前美联储保持紧缩性立场，美国通胀中枢有望在2024年进一步回落，2023年12月公布的11月美国CPI同比增长3.1%，核心CPI同比增长4%，处于近两年以来的低值区间。另一个美联储重点关注的经济指标，即美国就业数据，也开始出现回落迹象，2023年12月公布的美国11月失业率为3.7%，11月季调后非农就业人口新增19.9万人。随着通胀进入合理区间以及失业率抬升，美联储有望在2024年停止加息，并逐步从观察到开启降息周期。

图表 260. 美国 CPI、核心 CPI 同比 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 261. 美元指数和美国联邦基金利率 (1973/03=100, %)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 5.2.2 财政边际减弱，超额储蓄下降

从总量上看，2023年美国财政赤字扩张，仅次于前两年水平。2023财年美国联邦政府财政赤字规模达到1.7万亿美元，赤字率从2022年的5.5%扩大到6.3%，除2020及2021年外，赤字规模为近四十年的最高水平。财政扩张在一定程度上支撑了2023年美国相对强势的表现，预计2024年美国财政总赤字将略有收缩。根据CBO、OMB及一级交易商预测，2024财年美国财政赤字规模在1.5万亿至1.8万亿美元左右，略低于2023财年的1.7万亿。参考CBO预计，2024年财政收入占GDP比重预计小幅下降，其中所得税收入降幅放缓，主因是通胀增速降低，所得税扣除额涨幅下降，赤字率预计从2023年的6.3%降至2024年的5.8%。此外，2024年为美国大选年，共和党对新财年预算诉求中，很重要的一项是大幅削减政府赤字，参考过往大选年份当年财政力度不及预期的概率较大，预计2024年美国财政力度总量依然较强，但边际上或有所减弱。

超额储蓄方面，受益于美国政府前两年的财政补助，美国居民在2020年、2021年积累了较高的超额储蓄，此部分储蓄形成的消费也是过往三年驱动美国经济增长的重要支撑因素。随着补助的结束，居民的超额储蓄也在快速消退，截至2023年9月，超额储蓄仅剩下约3000亿美元（按照2013年到2019年美国居民储蓄存款复核增速约13%的假设计算得出），预计2024年超额储蓄基本耗尽，支撑消费力度减弱。

图表 262. 美国财政赤字率（%）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 263. 美国超额储蓄（亿美元）



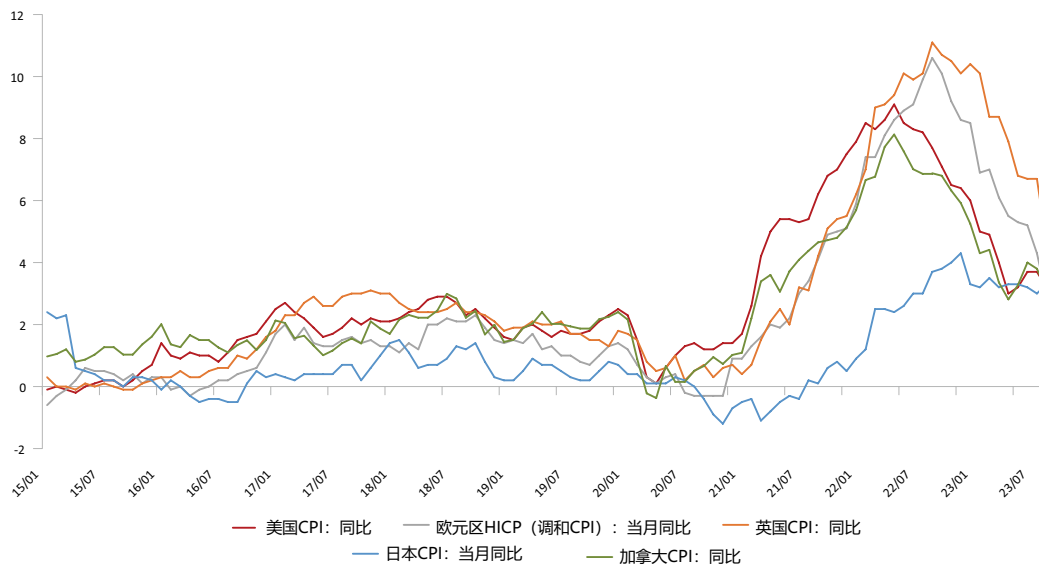
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 5.2.3 关注非美货币政策松紧与潜在风险事件对美元的冲击

汇率衡量的是两种货币的相对强弱，美元的强弱除了受到美国自身因素的影响以外，主要非美国国家相对美国经济与货币政策的强弱也是影响美元汇率的重要因素。在资本自由流动的情形下，名义利率对汇率中短期的影响更大。2023年三季度开始，不仅是美联储，其他主要发达经济体的央行陆续停止加息，特别是对应美元指数构成中最大权重项欧元的欧元区，在未来一段时间的经济增长难言乐观，欧元区2023年三季度GDP环比下降0.1%，制造业PMI2023年6月以来持续在荣枯线下方，11月CPI同比增速2.4%，欧元区经济基本面相比美国更弱，欧洲央行2024年或早于美联储开启宽松周期。

另一个需关注的是在高利率与金融紧缩条件下，高杠杆部门的脆弱性带来的潜在金融风险。由于过往两年美联储快速提升基准利率，使得美国部分商业银行资产端账面产生浮亏，如果遇到流动性挤兑就会产生危机，2023年硅谷银行的破产便是典型案例。如果2024年再次发生类似事件，也将会对美联储的货币政策产生重大影响，从而影响到外汇市场。

■ 图表 264. 美国、日本、欧元区、英国、加拿大 CPI (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

2024年，随着美国通胀回归合理区间，就业市场进一步常态化修复以及财政刺激力度减弱，美国经济难续2023年的韧性，美联储货币政策有望从紧缩逐步转向观察再到降息。但考虑美国经济相对欧元区经济或有比较优势，但相对于中国等新兴国家经济体或相对偏弱，对于2024年美元走势我们预判的基准情形是，美元指数持续单边走强或走弱的概率较低，全年宽幅震荡、走势偏中性概率较大，年度涨跌幅度趋于收敛。2023年底美联储继续停止加息，市场开启交易美元加息拐点和降息预期时或是近两年强势美元的拐点，这一时刻或在2023年底已经出现。同时关注两种概率较低的情形，一是美元指数单边走强的乐观情形，触发条件是美国通胀持续超预期、欧元区经济大幅滑坡、美国以外的全球其他地区发生重大风险事件；二是美元指数单边走弱情形，触发条件是美国经济通胀快速回落、美联储降息幅度超预期，美国高杠杆部门出现危机。

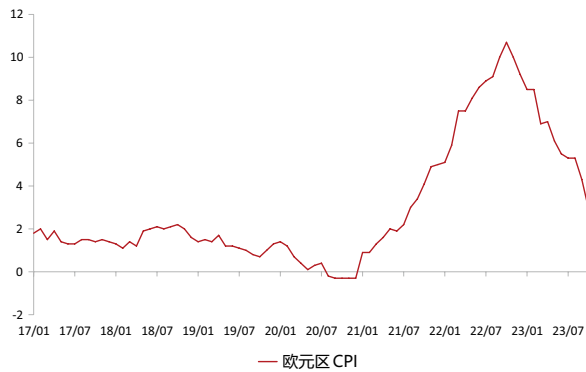
## 5.3 欧元：维持弹拐点

### 5.3.1 加息效果逐渐显现，经济下行拖累欧元

欧元兑美元在2023年处于1.05至1.12区间内震荡。前期行情的主要驱动力来自欧元区通胀高企导致加息预期升温，支撑了欧元走高并在7月创下年内高位。随后，加息对经济的抑制效应逐渐显现，市场开始预期加息周期结束，导致欧元一度跌破1.05。直至2023年底，市场进一步预期美联储本轮加息周期已经结束，这种乐观情绪推动了欧元反弹至近1.10。然而，在缺乏经济增长的配合下，这种乐观情绪难以维持。欧洲央行本轮加息共450个基点明显对经济产生了负面影响，从采购经理人指数来看，无论是制造业还是服务业均由盛转衰，期间虽有反弹但仍未

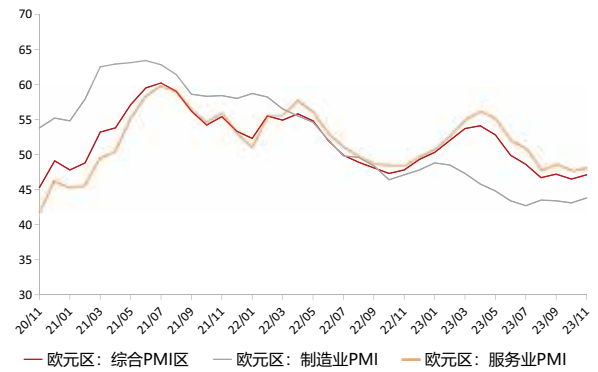
能摆脱收缩的趋势。同时，欧盟也多次下调了2024年经济增速预期，如果经济没有改善，意味着欧洲衰退的概率日益增加，将拖累欧元的表现。

■ 图表 265. 欧元区 CPI (%)



资料来源: Bloomberg, 中国银行投资策略研究中心

■ 图表 266. 欧元区主要国家 PMI (%)

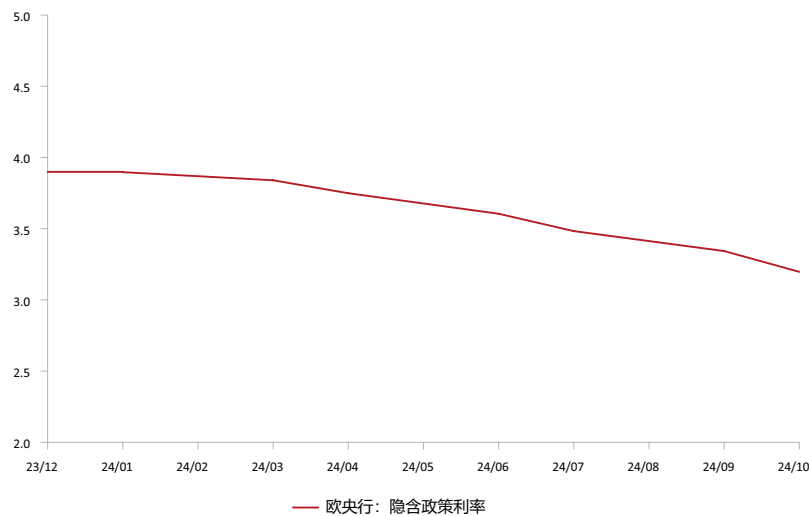


资料来源: Bloomberg, 中国银行投资策略研究中心

### 5.3.2 预期欧央行先行降息稳经济，待美联储降息后扭转弱势

在紧缩政策导致的经济发展疲弱和油价下跌影响下，通胀下行或成为2024年的大趋势。全球央行的政策由紧转松，关注点转向降息的时机。根据利率期货合约，目前市场预计欧洲央行可能早于2024年3月开始降息，全年降息幅度与美国不相上下。在息差扩阔的背景下，预计欧元难以上涨。然而，一旦美联储如预期般在2024年下半年开始降息，这也意味着欧元区经济有望早于美国实施宽松政策前复苏，从而改变欧元的弱势。

■ 图表 267. 欧央行隐含政策利率 (%)



资料来源: Bloomberg, 中国银行投资策略研究中心

### 5.3.3 或受益于中国经济复苏，奠定欧元反弹可能性

从俄乌冲突到巴以冲突，油价上涨对欧洲经济的负面影响凸显。地缘政治的不稳定和冬季能源需求的增加预计将限制油价下跌的空间，尽管地缘政治因素很难预测，但季节变化对能源需求有一定的规律性。此外，2023年欧元区薪资已经上涨，结合通胀回落，预计欧洲的可支配收入将增加，进而传导到消费领域。除消费层面外，考虑到中国与欧洲之间密切的经济联系，预计在中国经济稳定的基础上，将能推动欧洲经济增长，为欧元奠定反弹可能性，逐渐改变欧元的弱势。

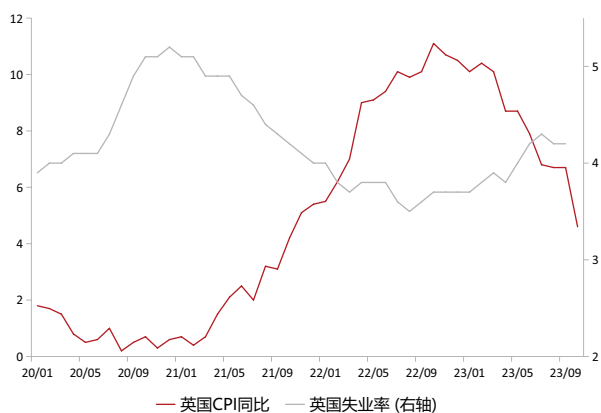
综上所述，我们认为欧元在经历了2023年末一轮反弹之后，2024年因经济基本面不及美国，加上降息时间可能先于美国、降息幅度与美国不相上下，货币政策也没有比较优势，预计欧元或以下行为主，只在与美元的交替降息的阶段或偶有反弹，静待经济企稳拐点转折时刻的出现。

## 5.4 英镑：经济动力不足，弱势难言改变

### 5.4.1 加息效应预警经济，奠定英镑弱势基调

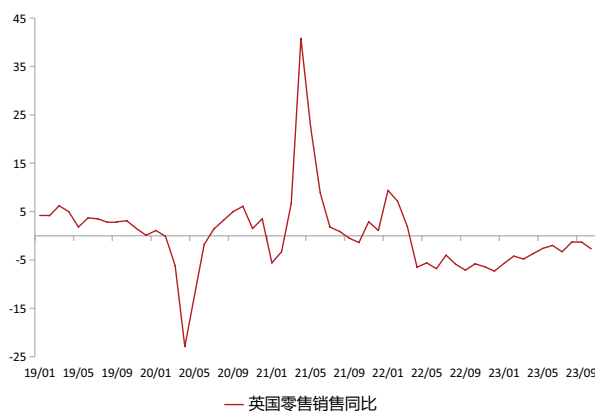
2023年英镑曾成为G10货币中表现最好的货币，英镑兑美元触及1.31附近。主要因通胀创下三十一年来的高位以及就业市场强劲，促使英国央行在众多主要央行中采取最鹰派的姿态。然而，这一举措并未实现降低通胀至目标水平的目的，同时对经济产生了负面影响，失业率反弹，并且职位空缺持续下降，表明就业市场疲软。高利率对债务偿还产生滞后影响，导致英国的实际消费持续受困，尚未恢复到2020年前的水平。此外，根据Sahm Rule的定义，英国更是G10国家中最早发出经济衰退警号。经济下行拖累了英镑下半年的行情，未能突破年内高位。同时，英国央行也已将英国2024年的经济增长预期调低至0.7%，预计经济疲弱将持续，这将造成英镑行情的弱势基调。

■ 图表 268. 通胀仍未降至目标水平，但失业率已反弹幅度已发出经济衰退警号（%，%）



资料来源：Bloomberg，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 269. 英国消费水平持续受困（%）



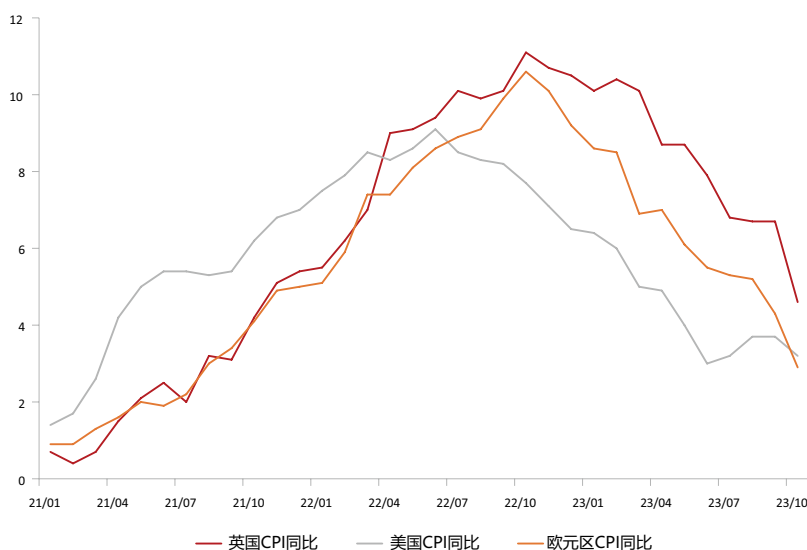
资料来源：Bloomberg，中国银行投资策略研究中心



### 5.4.2 房地产对经济的困局，释放提前降息信号

经过英国央行本轮加息515个基点后，英国11月消费者物价指数下跌至3.9%，相对于欧洲和美国最新的数据，英国的通胀仍然相对较高。然而面对经济衰退的风险，英国央行与欧美央行一同停止加息。从通胀水平的角度来看，英国央行对未来加息的态度比欧美央行更为鸽派，削弱了英镑一直存在的利差优势。英国的房地产一直是英镑的支柱，近日房贷增幅大幅下降，并且新获批的抵押贷款数量徘徊于金融风暴时期水平。由于英国的抵押贷款期限较短，随着越来越多的固定利率到期并重置，这对借款者产生更大影响，进一步加剧了英国经济的困境。如果英国经济继续走弱，将强化市场对英央行提前降息的预期。

■ 图表 270. 英国、美国及欧元区 CPI (%)



资料来源: Bloomberg, 中国银行投资策略研究中心

### 5.4.3 大选政治因素扰动，或将加剧英镑波动

除了经济基本面的压力，英国国内政治格局也可能对英镑产生影响。目前英国国会大选的日期尚未确定，早前英国首相表示国会大选可能提前于2024年秋季举行。虽然两党的政策背后还未有量化的细节，但预期双方在去年的预算危机中汲取了经验，可能会限制财政支持。如果方案不如市场预期，不仅未能为英镑增添动力，反而会增加英镑的波动。

综上所述，基于加息累积效应，房地产贷款增幅数据等反应出的英国经济衰退迹象，奠定了英镑弱势基调。货币政策强势不再，叠加提前大选等政治因素扰动，英镑强势支撑因素削弱，预计2024年英镑弱势整理概率大，仅凭货币政策鹰派和名义利率利差优势带来的强势不可持续，汇率最终必将回归经济基本面的相对强弱决定。

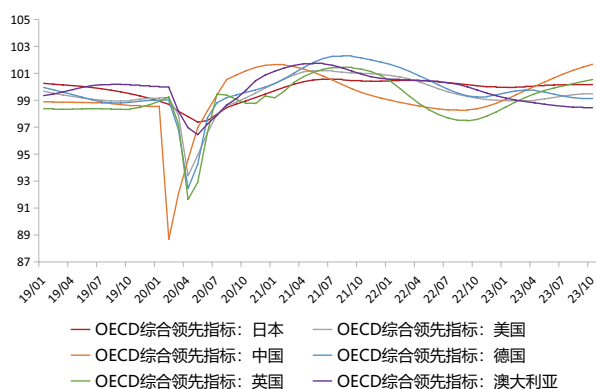
## 5.5 日元：大跌之后，均值回归

### 5.5.1 经济延续增长，通胀温和上行

受益于日本政府的一系列经济刺激政策以及货币政策持续宽松，近两年日本经济整体维持温和增长，虽然2023年三季度实际GDP环比折年率为-2.1%，但实际GDP同比增速仍为正，且2023年全年也有望维持正增长。从OECD全球综合领先指标看，日本自2022年四季度以来，整体处于领先地位。根据IMF以及日本内阁政府预测，2024年日本经济有望继续温和增长。

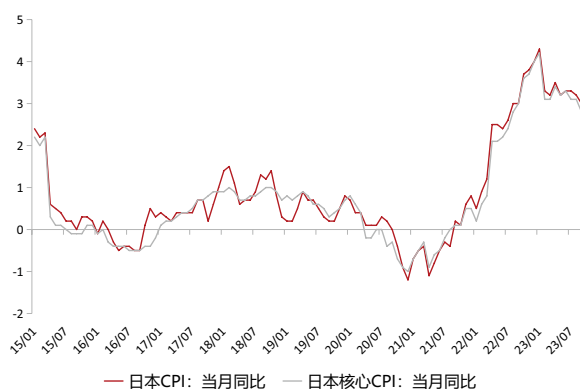
通胀方面，2023年12月公布的日本不包括生鲜食品在内的核心CPI数据较上年同期上涨2.5%，考虑到货币政策偏松、薪资增长以及疫后旅游复苏等因素，2024年日本国内通胀或继续温和上行。

图表 271. 主要国家 OECD 全球领先指标 (点)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 272. 日本 CPI 和核心 CPI (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

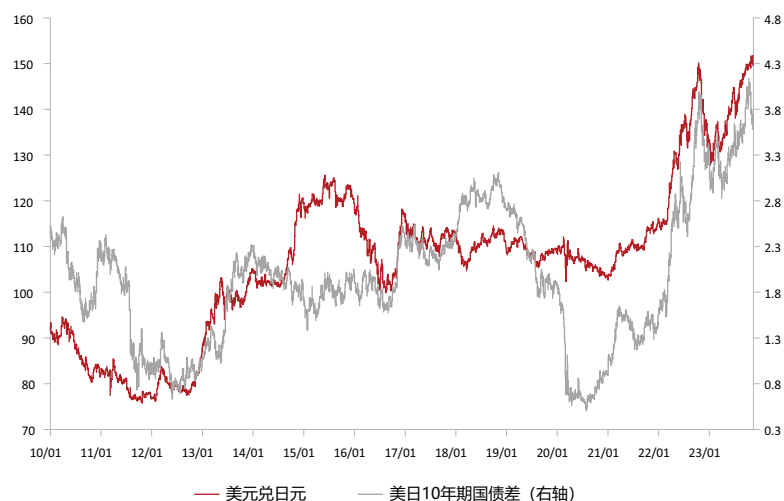
### 5.5.2 货币宽松力度减弱，美日国债利差缩窄

2023年前三季度，日元整体表现较弱，主要原因在于日本央行与欧美主要央行货币政策背道而驰，利差走阔情形下，套利交易驱动日元持续贬值。2024年，随着日本经济延续复苏，核心通胀持续高于日本央行政策目标，日本央行货币宽松力度或开始减弱。实际上，日本央行自2022年底开始，已逐步调整YCC（国债收益率曲线控制）政策，2022年底会议上将上限从0.25%调整至0.5%。2023年7月会议将0.5%调整至1%，再到2023年10月会议上删除绝对上限的描述。但是相比欧美央行的快速加息缩表，日本央行的调整幅度和力度仍然较弱。展望2024年，预计日本央行货币政策仍是宽松基调，但方向逐步趋紧，而欧美央行有望逐步从加息结束过渡到降息，日元与美元货币利差的缩窄，有望驱动日元在2024年均值回归。

图表 273. YCC 调整时间与幅度

时间	2022/12/1	2023/7/1	2023/10/1
十年期日债利率上限	0.25% → 0.5%	0.5% → 1%	删除绝对上限描述

图表 274. 美元兑日元与美日 10 年期国债差 (USD/JPY, %)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 5.5.3 美国经济趋向走弱，避险功能有望重启

我们在此前的《白皮书》中多次提到，日元一直被市场视为避险货币。但是过去两年，由于美国利率上涨较快，而日本央行仍然维持 0 利率，美元兑日元主要由利差因素主导，日元的避险属性表现的并不突出。从 1990 年以来的统计数据看，历次美国经济衰退时，日元兑美元均出现一定程度升值，体现出一定的避险属性。2024 年，如果美国经济出现衰退或者软着陆，美日利差都会缩窄，日元的避险属性有望重启。

图表 275. 美国衰退期，美元兑日元的表现 (USD/JPY)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

综上所述，日本经济持续增长和通胀温和上行是支撑日元的基本面，货币宽松力度减弱和 YCC 的调整使得美日国债利差缩窄，叠加美国经济的趋势性走弱，都将刺激日元避险交易的重新活跃。日元在经历 2021 年以来连续三年大幅贬值之后，预计 2024 年将会均值回归，大概率呈现升值走势。

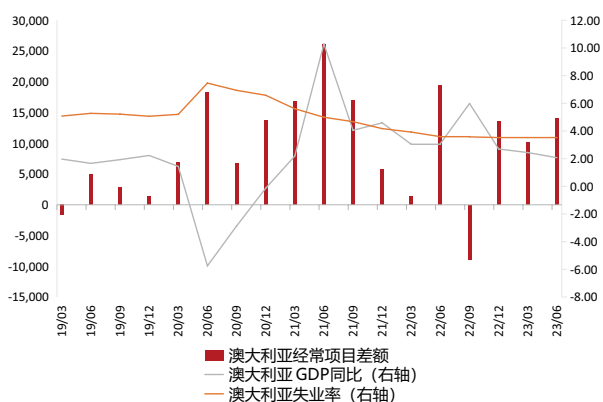
## 5.6 澳元：经济向好政策偏鹰，具备趋势性走强基础

回顾2023年，澳元全年保持弱势，截至11月17日，澳元兑美元下跌4.43%。究其原因，一方面，澳元加息幅度和利率绝对值均不及其他发达经济体，货币政策不及欧美鹰派，不支持澳元走强；另一方面，地缘政治问题压制澳大利亚经济前景。展望2024年，我们认为澳元具备趋势性走强的可能。

### 5.6.1 澳大利亚经济基本面保持良好

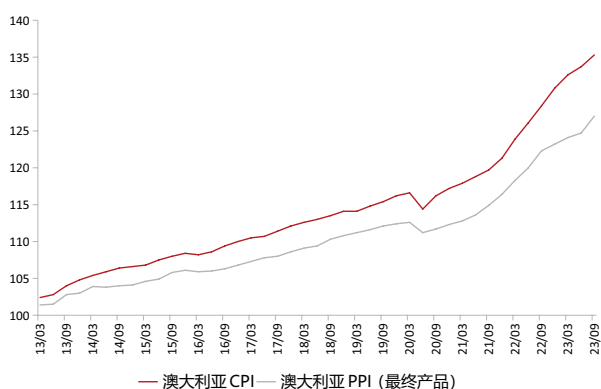
虽然短期内在高息环境、外需疲弱掣肘下，澳大利亚经济增速或将继续放缓，但从中长期看，随着通胀回归目标区间、加息周期结束，叠加移民回升、区域经贸关系向好等积极因素，市场同步预期未来澳大利亚经济有望稳步回升至2%以上的常态增长。数据显示，澳大利亚二季度同比增长2.07%，失业率维持在3.4%；作为外向型国家，经常项目的差额稳步提升，支持澳大利亚经济软着陆的观点。

图表 276. 澳大利亚经济基本面 (百万澳元, %)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 277. 澳大利亚通胀情况 (2011-12年=100)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 5.6.2 澳联储可能继续加息的鹰派政策支持澳元走强

澳大利亚通胀增速加大，澳大利亚的通胀率高于市场预期，且季度通胀环比升温，离2%的锚定目标仍有差距。根据澳大利亚联储最新会议纪要，澳大利亚央行试图在不推高失业率与削减通胀之间取得平衡，继续将通胀水平及就业数据作为利率调整的关键。而CPI、PPI温和走强，使得我们有理由相信澳联储仍有提升利率的可能，这将给澳元带来息差支持。

### 5.6.3 中澳关系的改善对澳大利亚经济带来更多积极因素

作为资源型经济体，澳大利亚自然资源丰富、采矿业高度发达，是世界上最大的铁矿石和煤炭出口国之一。澳

大利亚约30%的出口贸易来自中国，与中国的贸易支撑着澳大利亚四分之一左右就业岗位。中澳关系的缓和，外加中国经济潜在复苏前景，澳大利亚经济和澳元将有更强支撑。

综合来看，考虑到澳元兑美元在2023年处于历史较低位置，基于澳大利亚经济基本面向好、区域经贸关系改善、澳联储货币政策仍有加息空间等因素，研判澳元2024年具备趋势性走强的可能。

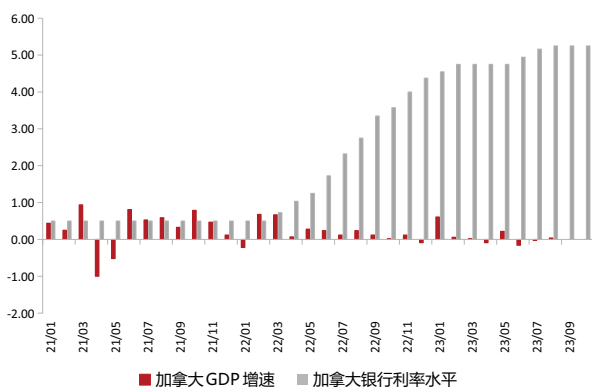
## 5.7 加元：转入震荡、波动加大

回顾2023年，加元走势前高后低，截至11月17日，加元兑美元下跌1.27%。前半段加拿大央行紧随美联储加息节奏、叠加油价的支持，使得加元在G10货币中表现亮眼；后半段美联储强势加息，美加利差扩大，美元兑加元中枢逐步抬升，加元由强转弱。展望2024年，我们认为加元或将进入震荡状态。

### 5.7.1 高利率拖累经济，经济基本面转弱

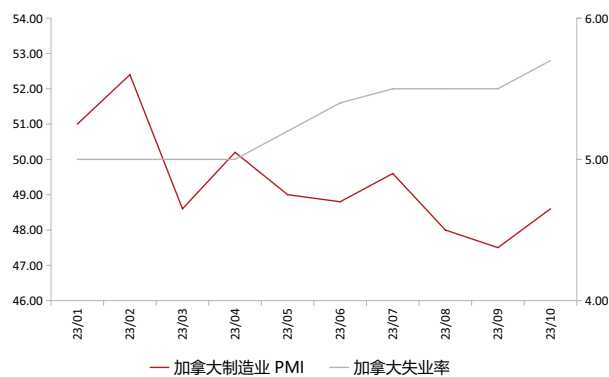
利率中枢的逐步抬升对加拿大经济的负面影响逐步显现，自2022年下半年以来，随着加拿大央行加息进程的加快，2023年加拿大经济增速明显放缓。作为经济先行指标的加拿大制造业PMI从2023年5月起至今已长期处于荣枯线下，而劳动力市场随着失业率的提升，使得加拿大经济前景变得更加困难。

图表 278. 加拿大经济及利率水平 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 279. 加拿大经济景气程度 (%)

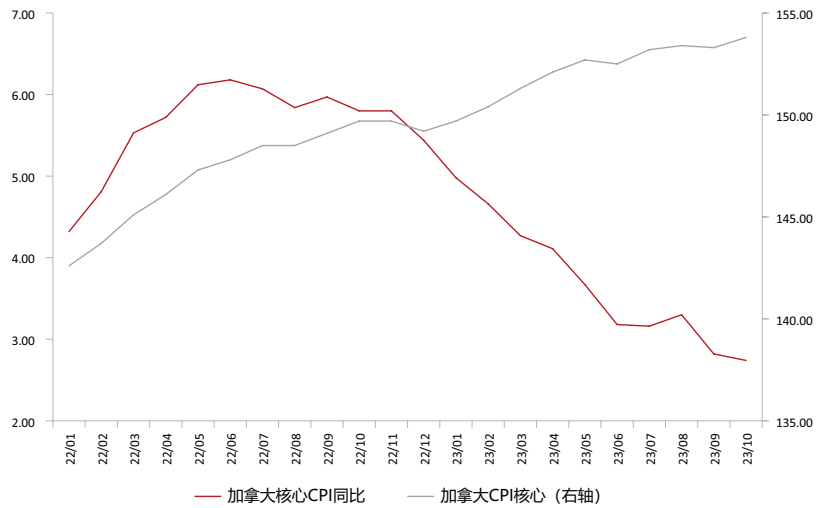


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 5.7.2 通胀数据已回落，货币政策转向在即

加拿大核心CPI虽然维持在历史高位，但较之前的情况出现明显拐点，加拿大11月份的消费者价格指数（CPI）较去年同期上涨3.1%，与10月份持平，为去年6月以来最慢增速。这对加拿大央行决策者来说是一个令人放心的迹象，表明目前的利率水平足以显著降低通胀压力。由于加拿大经济已经显示出停滞的迹象，通胀率预计将进一步放缓，市场普遍预计，此轮加息周期或已结束。

■ 图表 280. 加拿大 CPI 和核心 CPI (% , 2002 年 =100)



资料来源: WIND, 中国银行投资策略研究中心

### 5.7.3 油价波动或加剧, 恐难支撑加元

我们对油价的中性假设是, 从需求端观察, 欧美经济软着陆, 全球主要经济体对原油需求呈缓慢降低势态, 那么油价或延续震荡派偏弱走势; 从供给端观察, 石油库存仍保持在较低水平, 因此任何重大供应中断或 OPEC+ 超预期减产均可能引发价格上涨。供需博弈格局中, 油价波动或加剧, 很难形成单边上涨行情支撑加元。

综合来看, 在经济增速放缓、货币政策与美联储可能同步转向、油价支撑不确定性情况下, 我们认为加元 2023 年的强势难以延续, 或转入震荡状态、波动加大。



# 商品篇

## 黄金配置价值强化， 商品或将高位震荡

避险功能和信用标尺作用凸显黄金长期配置价值，叠加美联储政策转向期间规律性上涨特征将重现，建议延续 2023 年超配黄金策略。全球经济复苏迟缓，商品需求增长有限，原油供需或维持紧平衡状态，铜供应过剩有望缓解，建议原油、铜先保守再标配，铝存阶段性供给短缺，建议标配。

## 6.1 黄金上涨方向确定，时机选择决定超额

正如2023年《白皮书》所研判的，黄金充分发挥信用标尺作用，走在交易欧美加息周期即将结束的主线逻辑中。展望2024年，黄金交易主线逻辑转向交易降息时点何时将至，期间存在贵金属配置的窗口期，但在美联储货币政策“边走边看”，市场不断预期、验证降息时点的博弈过程中，全年走势预计在整体强势中仍存震荡。因此谨慎追高和逢低配置的策略仍应是2024年黄金配置的主体思路，投资的要点一是坚定看好黄金的配置价值，坚持做多的主线逻辑不动摇；二是在震荡中寻找黄金的配置机会，也就是建立变局调整中敢于“落子”的自信。

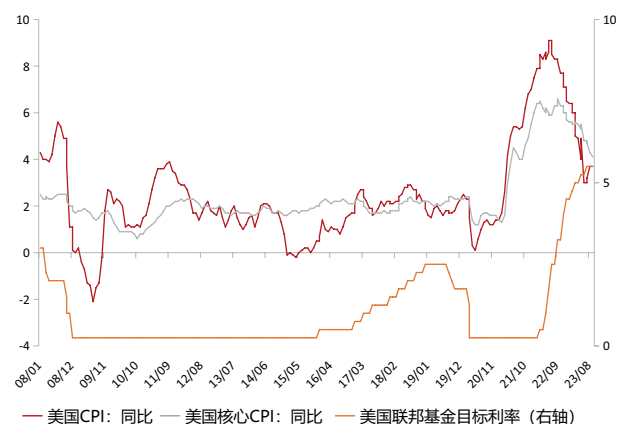
### 6.1.1 黄金上涨方向确定性强

配置的确性主要来源于四个方面，一是欧美紧缩周期处于尾期叠加市场降息呼声的酝酿；二是美债收益率筑顶和美元指数走弱的利好；三是无杠杆资金对贵金属配置需求的强化；四是在百年未有之大变局中信用标尺功能的凸显。

#### 6.1.1.1 欧美加息周期结束和降息周期开启是黄金最大的利好

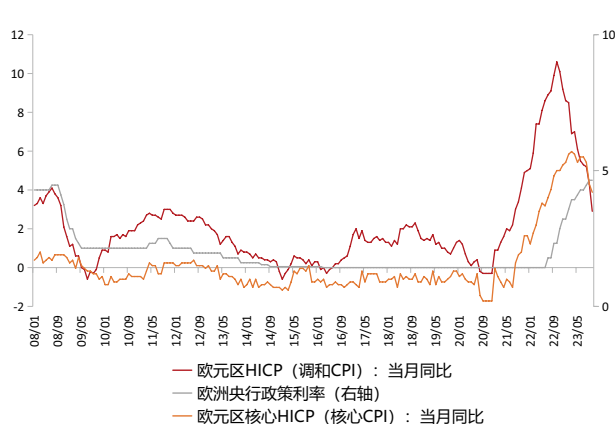
2023年黄金走势与欧美货币政策走向，尤其是美联储货币政策关联密切。在经历2023年的快速、大幅的加息进程后，欧美等国通胀数据下行的趋势已经比较稳固。尽管部分欧美官员多次向市场发声，强调通胀绝对水平仍然未达目标，但相较而言，继续加码的必要性已经显著降低。美联储在2023年12月再次全票通过维持基准利率不变的决议，美联储主席鲍威尔会后表示降息已不可避免地成为一个主题，也佐证欧美货币政策拐点越发临近。

■ 图表 281. 美国 CPI 月率与美联储政策利率（%，%）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 282. 欧元区 CPI 月率与欧洲央行政策利率（%，%）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

如果说通胀下行验证了继续紧缩政策的非必要，那么经济下行则说明了继续紧缩政策的不充分。失业率逐渐越过拐点，居民实际收入增速放缓、消费受冲击，高利率环境压制投资，财政支出大概率退坡，企业部门或有局部流动性危机，以上因素作用下美国经济预计将从目前的需求过热逐渐向供需平衡过渡，回归至“常态”。



在通胀下行及经济下行的预期下，2024年欧美货币政策转向确定性较强。从黄金价格的历史表现来看，货币政策的边际转向会带来贵金属价格拐点，因此加息周期结束和降息周期开启是2024年度黄金的最大利好之一。

### 6.1.1.2 美债收益率下行和美元指数走弱利好黄金

美债收益率作为持有黄金的机会成本，一般与黄金价格走势呈负相关关系。站在目前时点看，美债收益率在美国经济下行预期和降息周期开启预期下，将有望下行。另外，从财政政策的角度看，美国财政部发布再融资公告(Quarterly Refunding Statement)，显示财政部计划增加后续债券拍卖额度，但长端美债供给规模上调幅度低于市场预期，虽然不能给美债的供求造成实质影响，但却指引了市场情绪的变化。这一影响在美国10年期国债收益率的波动上体现尤其明显，10年期美债收益率随着再融资声明的公布应声回落。考虑到后续美债需求可能继续疲软的可能性较高，预计未来发债规模大幅超预期的概率较低，美债收益率下行趋势较为明确。

美元作为黄金有力的投资性金融资产替代品，美元指数走势往往也与金价呈负相关关系。直观来看，经济下行压力下，美联储在2024年有望开启加息，除去实际利率有望下行外，也将对美元指数形成压制，对黄金走势予以支撑。

图表 283. 美国 10 年期国债收益率与美元指数（%，1973/03=100）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 6.1.1.3 ETF 基金的黄金配置和央行购金支撑金价

如果将投资黄金的资金按投资时限进行分类排序，则期货（非商业头寸）和衍生品、ETF基金和央行购金的投资时限依次增加。其中ETF基金和央行购金是通常意义上无杠杆的资金，更加体现了投资人的信心和逻辑。我们认为2024年无杠杆资金对黄金需求的提升将对黄金走势形成支撑。

在利率水平降低的环境下，ETF基金有望增配黄金。根据世界黄金协会公布的数据，因ETF基金对收益的期待更强，在高利率环境下黄金ETF持仓规模不断降低。但反过来说，由于利率水平而离场的资金也会因为同样的原因重新选择配置黄金，因此在利率水平下降的环境中，ETF基金对黄金的配置存在价格弹性，在中长期利好黄金。世

世界黄金协会公布的数据显示近期央行购金需求有所增长，考虑到全球货币信用的冲击，全球央行转而购入黄金以维持本国货币信用体系的稳定并保障资产的稳健。同样，我国央行在2022年第四季度以来再次增加黄金储备，截至12月，黄金储备在连续十三个月上升后，增加至7158万盎司。全球央行持续增持黄金也在一定程度彰显了对未来金价的看好。

图表 284. 全球黄金供需情况（吨）

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
金矿产量	832.1	875	929.4	939.9	839.4	889.7	949.1	946.7	860.2	912.7	971.1
生产商净套保	4.8	-16.2	-11.8	17.8	25.7	1.6	-26.8	-13.6	37.1	-19.5	7.2
回收金	269.7	278.6	292.9	295.1	295.9	285.2	268.3	290.7	312	322.9	288.8
总供应量	1106.6	1137.4	1210.5	1252.8	1161.0	1176.5	1190.6	1223.8	1209.3	1216.1	1267.1
金饰制造	539.0	456.6	515.2	719.5	517.4	493.5	582.6	601.9	512.4	492.8	578.2
科技	81.0	79.8	83.4	85.9	81.1	78.3	77.3	72.1	70.1	70.4	75.3
投资	174.9	285.8	229.2	300.6	555.9	209.3	100.5	247.4	274.3	255.7	156.9
其中：金条和金币总需求量	352	245.1	259	324.1	284.1	257.6	344.2	336.6	303	276.8	296.2
其中：黄金ETFs及类似产品	-177.1	40.7	-29.8	-23.6	271.8	-48.3	-243.7	-89.2	-28.6	-21.2	-139.3
各国央行和其他机构	115.6	209.6	90.6	34.3	82.4	158.6	458.8	382.1	287.7	174.8	337.1
总需求量	910.5	1031.8	918.4	1140.3	1236.8	939.7	1219.2	1303.5	1144.5	993.7	1147.5

资料来源：世界黄金协会

图表 285. 中国央行官方储备黄金与 SPDR 黄金 ETF 基金持仓（万盎司，吨）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

#### 6.1.1.4 黄金的信用标尺作用前所未有

最后，也是最不以个人意志所左右的，是在百年未有之大变局下黄金作为信用标尺的作用更加突出。现行国际货币结算体系下，黄金价值与美元信用货币价值深度绑定，在美国国家信用出现不利变化，全球去美元浪潮来临的过程中，黄金全球信用标尺作用强化，叠加世界范围内的地缘政治风险频发，都为黄金提供了基于避险溢价方面的价格支撑。

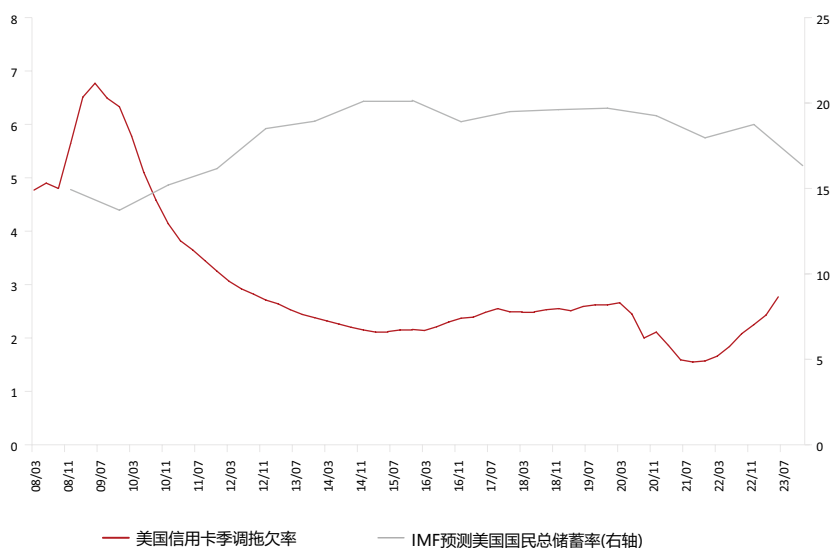
#### 6.1.2 在上涨通道中仍存震荡

虽然黄金配置的逻辑确定性较强，但2024年投资的超额收益取决于时点的选择。目前市场对确定性的定价比较充分，利率市场体现出来的美元降息预期较高，存在阶段性修复的可能。这种修复既带来了盲目追高买入的短期投资风险，也会带来资产配置的较好机会。因此，当前市场预期的修复过程就是黄金资产配置窗口期，市场对欧美降息失望的时点就是买入黄金的时机。

##### 6.1.2.1 欧美维持高利率的市场预期不够稳固

2023年三季度以后，欧美央行的表态有明显引导市场的意图，即希望市场参与者对政策利率的期待逐渐从“higher”到“higher for longer”再到“longer”。目前市场预期多认为2024年欧美货币政策将明显转向宽松，并且寻找到一些美国经济衰退的先兆，比如消费和储蓄。但也有不少学者认为美国经济的强劲将支撑目前的利率水平运行更长时间。无论如何，有一点是不容忽视的，2024年是美国总统选举年，大幅度的政策调整一定是谨慎的，除非政策制定者有十足的把握。作为持有中长期观点的贵金属投资者，更关注的应该是欧美降息“虽迟必至”，在不确定中寻找确定的时间窗口。

■ 图表 286. 美国联邦基金目标利率及变动可能性（%，%）

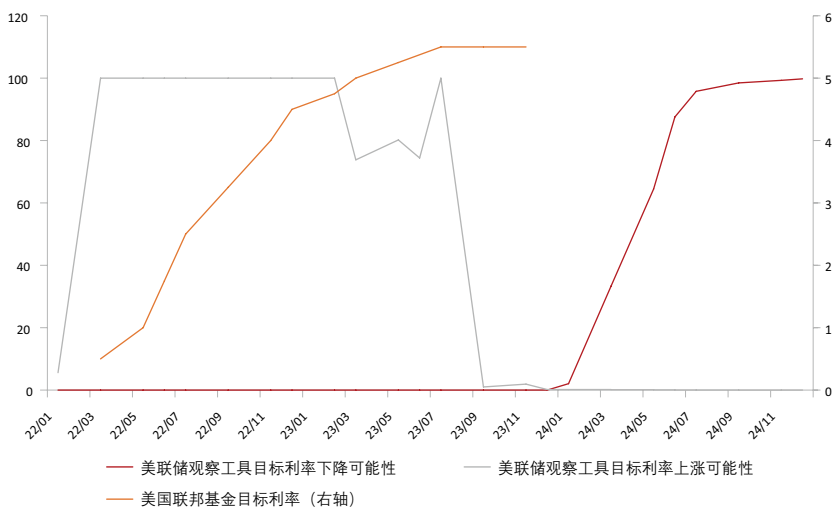


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 6.1.2.2 2024 年美联储降息节奏仍有波折

目前通过期货反映出的利率定价显示，美联储2024年将降息100BP，到2024年底美联邦基金利率定价在4.5%附近。这意味着或许2024年下半年的每次美联储议息会议中都会有降息动作。预期比较满的情况下更容易出现阶段性的修复，例如美联储官员鹰派讲话、原油价格上涨、美国CPI数据反弹、美国就业数据超预期等类似的现象都可能会引发市场预期修复。在市场预期修复而非降息期待较高时买入黄金是更合理的选择。

■ 图表 287. 美国联邦基金目标利率及变动可能性（%，%）



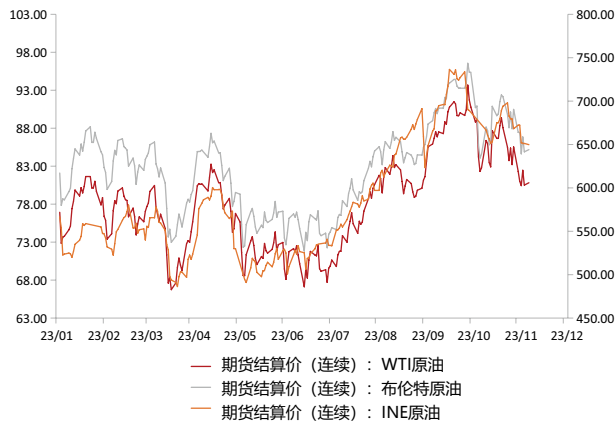
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

## 6.2 能源市场

回顾2023年，全球原油基本面供需总体企稳，在宏观面与供需面博弈之下原油呈前低后高走势，价格重心较2022年整体下移，ICE布油在70美元/桶的位置得到较强支撑。上半年，在全球高通胀、欧美银行业危机冲击、全球经济衰退预期升温的背景下，油价下跌。三季度，随着OPEC+加大减产力度，沙特和俄罗斯超预期自愿延长减产时间，叠加美国加息预期降温，油价开始反弹。四季度，在巴以冲突爆发的背景下，国际油价再次冲高，随后在年末自高位回落，交易逻辑再次回归到供需基本面。

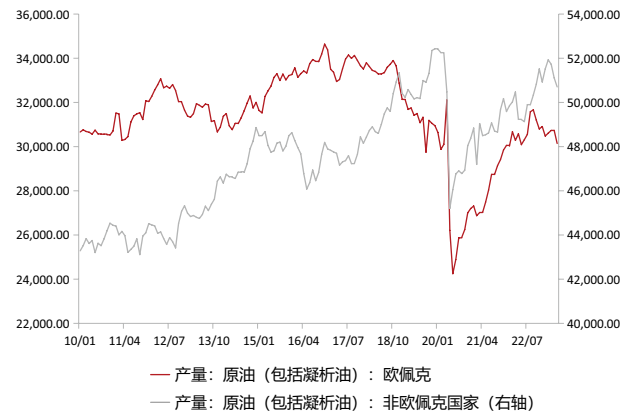
展望2024年，油价或呈“欲扬先抑”的趋势。随着美国经济软着陆，国内及亚太新兴市场弱复苏预期渐强，需求端或温和增长。以OPEC+为代表的产油国减产挺价意图明显，供给端不确定性较强，油价中枢料将较2023年有所抬升，有望保持高位震荡，ICE布油基准运行区间75-100美元/桶。油价下方或为供给成本附近，上方弹性更大，警惕地缘政治冲突及供需关系的阶段性失衡。

■ 图表 288. 2023 年原油价格走势（美元/桶，元/桶）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 289. 欧佩克国家持续减产（万桶/日，千桶/日）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

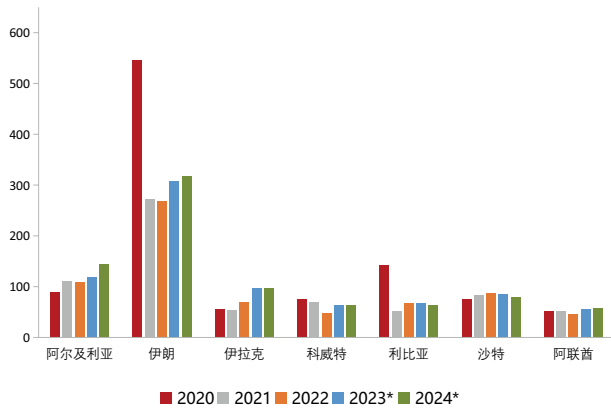
### 6.2.1 原油供给端：下方有支撑，向上弹性更大

2024 年，供给侧的不确定性仍是影响国际油价弹性的主要因素之一，OPEC+ 产油国对高油价的诉求、美国页岩油产量恢复缓慢、地缘风险的冲击，使得供需紧平衡格局延续。

#### 6.2.1.1 OPEC+：高油价诉求明显，控产稳价意愿强

以 OPEC+ 为代表的能源大国延续石油供应削减计划，以控制产量托底油价。经多轮内部协商，OPEC+ 第 26 次部长级会议于 11 月 30 日达成协议。根据公告，2024 年一季度相关成员国将在组织框架协议外自愿额外削减石油产品总量 219.3 万桶/日，其中原油供应削减总量约 199.3 万桶/日。从财政收支及市场供需基本面综合判断，OPEC+ 将在维持高油价的诉求下持续发挥市场稳定器作用，产量政策或延续偏紧格局，为全球原油市场起到核心支撑作用。鉴于欧佩克主要成员国财政平衡油价集中在 75 美元/桶左右，预计 2024 年原油底部价格在 75-80 美元/桶有强支撑。

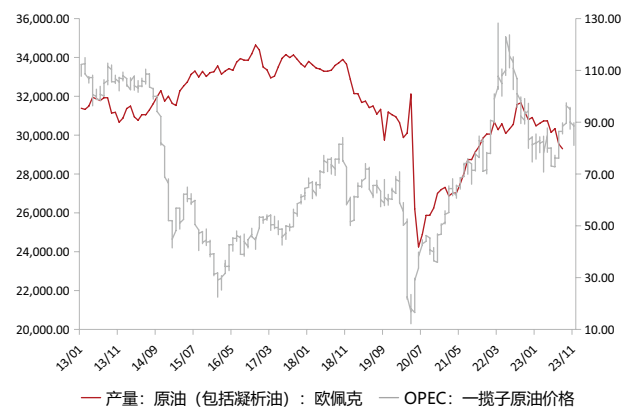
■ 图表 290. 欧佩克主要成员国财政平衡油价为 75-80 美元/桶（美元/桶）



资料来源：IMF，中国银行投资策略研究中心

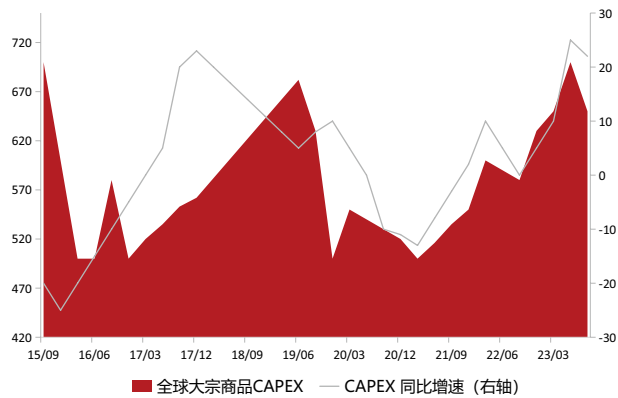
注\*：2023、2024 为 IMF 预测数据

■ 图表 291. 欧佩克原油供给策略影响全球油价（万桶/日，美元/桶）



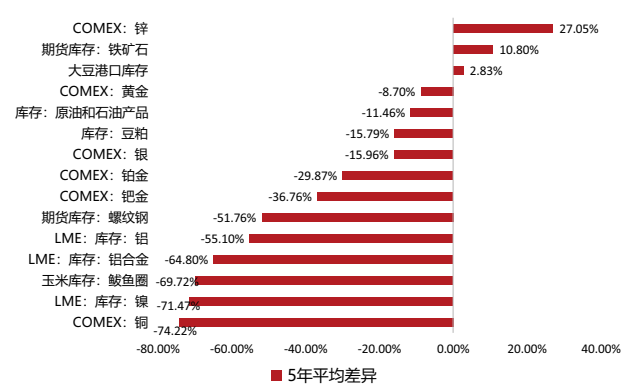
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 292. 全球大宗商品 CAPEX (十亿美元, %)



资料来源: WIND, 中国银行投资策略研究中心

■ 图表 293. 大宗商品当前库存与 5 年平均差异 (%)



资料来源: WIND, 中国银行投资策略研究中心

### 6.2.1.2 俄罗斯：主动减产稳价，延续短缺格局

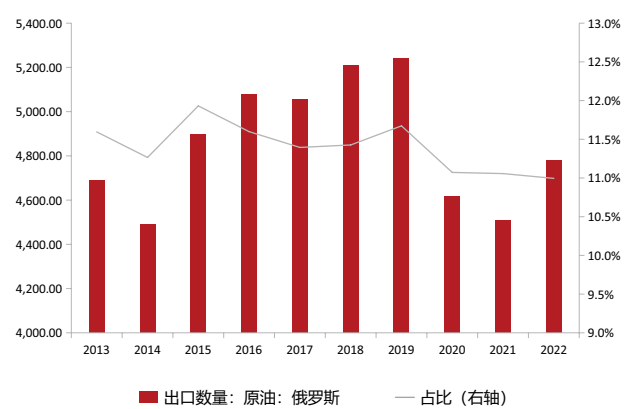
当前沙特与俄罗斯减产保价决心较强，俄罗斯原油产量处于历史低位。一方面，俄罗斯的自愿减产、减少出口态度坚决；另一方面随着俄罗斯原油价格不断突破 G7 制裁规定价格，欧洲部分船队或无法为俄油出口提供运输，亦间接放大了俄油对外供给的紧张。根据 11 月 30 日 OPEC+ 会议最新协议，2024 年一季度在框架协议外，俄罗斯将自愿削减石油产品出口 50 万桶/日。后续需关注沙特与俄罗斯是否推出新的减产计划或扩大减产规模，进一步推升油价。

■ 图表 294. 俄罗斯产量处于历史低位 (千桶/日)



资料来源: EIA, WIND, 中国银行投资策略研究中心

■ 图表 295. 俄罗斯原油出口数量在全球占比超 11% (千桶/日, %)



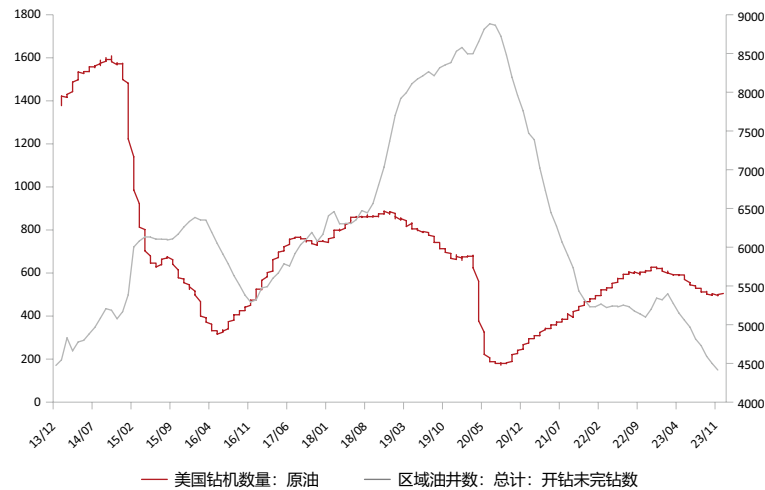
资料来源: OPEC, WIND, 中国银行投资策略研究中心

### 6.2.1.3 美国：页岩油增速预期较低，战略库存处历史低位

在成本压力、清洁能源政策等约束下，美国页岩油资本开支仍然较低。2014 年开始，美国页岩油主要产地的钻井数逐步下降，已钻探但未完井数量 (Drilled but uncompleted wells, DUCs) 投产放缓。页岩油资本开支仍保持谨慎态度，目前处于较低水平。上游原材料、燃料成本通胀压力不断增加，高成本通胀下挤占了公司的实际资本开支，削弱了资本开支至产量的有效传导，使得原油产量增长受限。

考虑到美国当前钻井、DUCs数量已接近2017年来的较低水位，且在目前经济环境下大幅增加钻机的高成本对大部分能源商而言较难接受，预计2024年页岩油的增速仍然受限。美国原油商业库存与战略库存的绝对值处于历史低位，其对原油供给端的弹性将下降。

■ 图表 296. 美国钻机数量与 DUC 开钻未完钻数量（部，口）

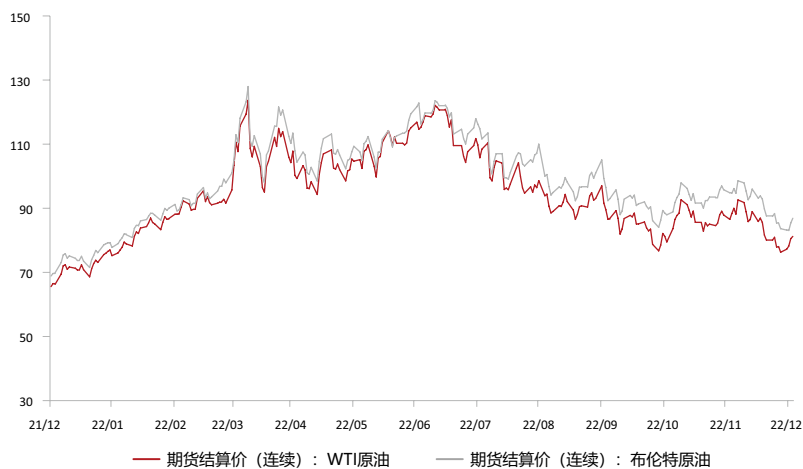


资料来源：EIA, WIND, 中国银行投资策略研究中心

#### 6.2.1.4 地缘政治博弈中，原油多空因素交织

全球多个热点地区博弈的升温或缓和将使原油价格波动加剧。上行风险方面，如巴以冲突蔓延至中东其他主要产油国、全球地缘政治再出争端，不排除布油阶段性冲破100美元/桶关口。下行风险方面，随着俄乌地区、巴以地区局势缓和，供给端偏紧格局或将出现反转，极端情况下若同时叠加美国维持高利率，欧美经济“硬着陆”，则油价将面临较大下行压力，布油可能跌破60美元/桶关口。

■ 图表 297. 俄乌冲突抬升油价（美元/桶）



资料来源：IMF, WIND, 中国银行投资策略研究中心

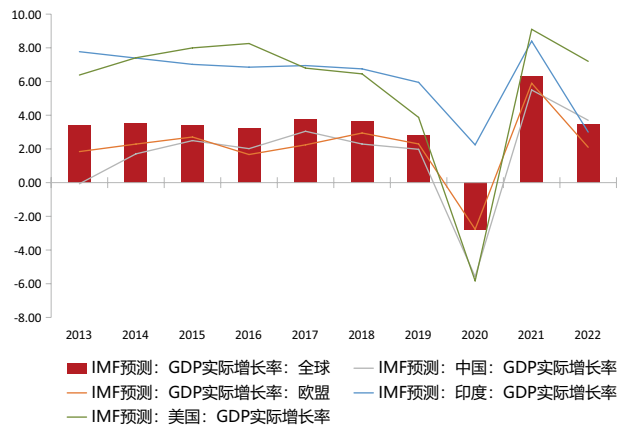
## 6.2.2 原油需求端：全球经济景气度分化，需求或呈温和修复

从需求端看，全球经济好转预期增强，但经济下行压力或压缩油价上行区间。展望 2024 年，预计欧美石油需求增长仍将承压，中国、印度等非 OECD 国家石油消费增速有望提升。

### 6.2.2.1 欧美市场：欧美经济增长放缓，原油需求增加有限

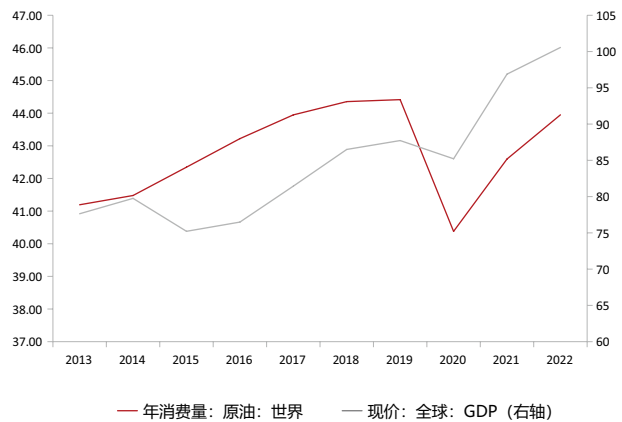
美国经济增长放缓、欧洲等发达经济体衰退风险提升，都为全球经济增长势头带来挑战。根据 IMF 最新《世界经济展望报告》显示，全球经济增速将从 2022 年的 3.5% 放缓至 2023 年的 3% 和 2024 年的 2.9%，其中对美国和欧元区 2024 年的经济增速预测值分别为 1.5% 和 1.2%。如后续欧洲或者美国经济超预期步入衰退，则市场对原油的需求将进一步萎缩。

图表 298. IMF 预测各国 GDP 实际增长率 (%)



资料来源：IMF, WIND, 中国银行投资策略研究中心

图表 299. 全球石油消费量和 GDP 走势强相关 (亿吨, 万亿美元)



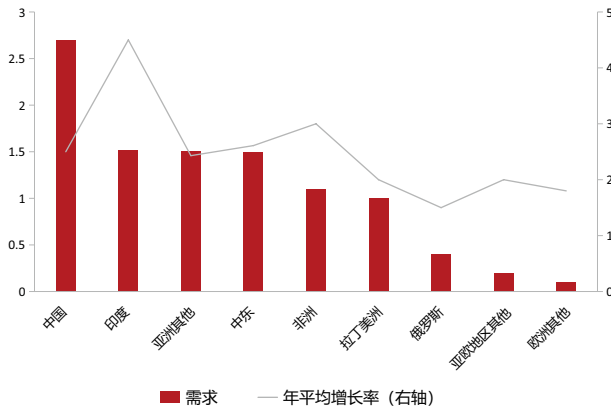
资料来源：BP, IMF, WIND, 中国银行投资策略研究中心

### 6.2.2.2 亚洲市场：亚洲经济增长略强，原油需求逐步回升

2023 年全球原油需求增长贡献很大一部分来自亚洲及中东发展中国家。OPEC《2023 世界石油展望》报告显示，随着全球经济增长趋于稳健，2024 年中国及非 OECD 地区经济改善有望进一步提振石油消费。预计 2024 年全球石油需求将增加 225 万桶/日，全球石油总需求预计平均 10431 万桶/日，同比增幅为 2.20%，非 OECD 国家原油需求增速为 3.54%，其中中国、印度增速分别为 3.61% 和 4.10%。从需求端结构上看，2024 年将延续 2023 年非 OECD 国家持续支持原油需求增长的趋势。

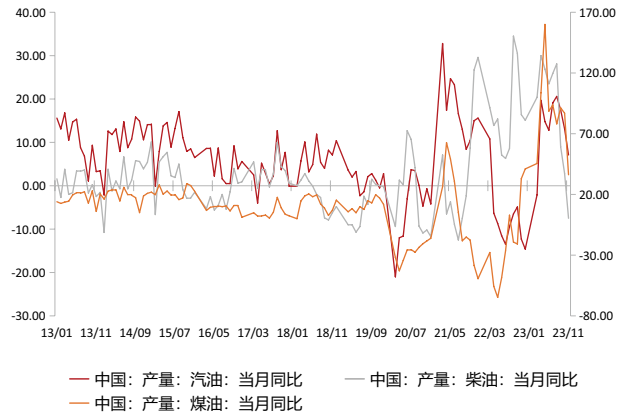


■ 图表 300. 非 OECD 国家石油需求及增速预测 (百万桶/日, %)



资料来源：OPEC, WIND, 中国银行投资策略研究中心

■ 图表 301. 中国成品油产量增速 (% , %)



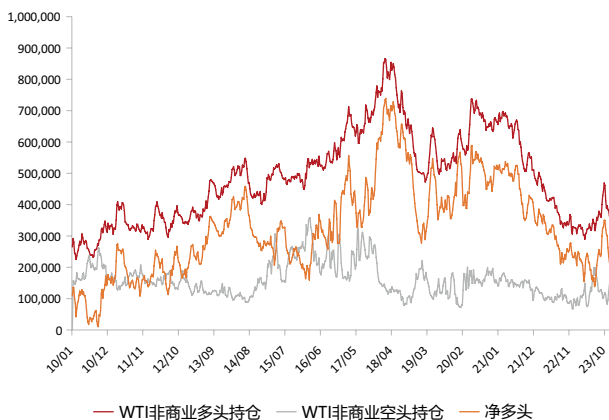
资料来源：OPEC, WIND, 中国银行投资策略研究中心

### 6.2.2.3 CFTC 持仓：机构信心不足，多头持仓低位

原油期货市场非商业净多头持仓数量持续减少，CFTC 原油期货净多头头寸降至近年低位，机构持仓信心不足。

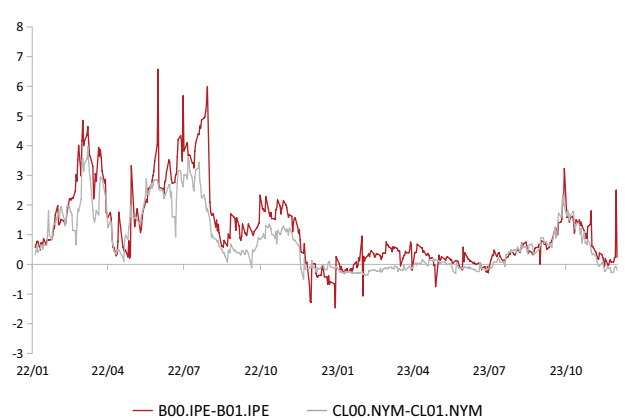
2023 年原油价差结构持续收缩，供给偏紧的整体格局为原油期货月差结构起到一定支撑作用。2023 年以来 ICE 布油期货近月月差基本维持小幅 Backwardation 结构，上半年走势相对平稳，三季度在宏观与供需基本面预期偏强的格局下月差走扩至年内高位，四季度油价需求短期承压，月差逐步回调至平水附近。WTI 原油期货近月月差在美国宏观经济、金融系统风险、美联储货币政策等多重因素影响下在平水附近来回波动。一季度近月月差以微幅 Contango 结构为主，二季度徘徊在平水附近，三季度受宏观经济强预期及库欣地区原油持续去库等因素影响月差冲高走阔，四季度随着国际油价回调，市场对低库存情绪的消化，WTI 月差重回微幅 Contango 结构。

■ 图表 302. WTI 机构持仓信心不足 (张)



资料来源：CFTC, WIND, 中国银行投资策略研究中心

■ 图表 303. 原油期货价差结构 (美元/桶)

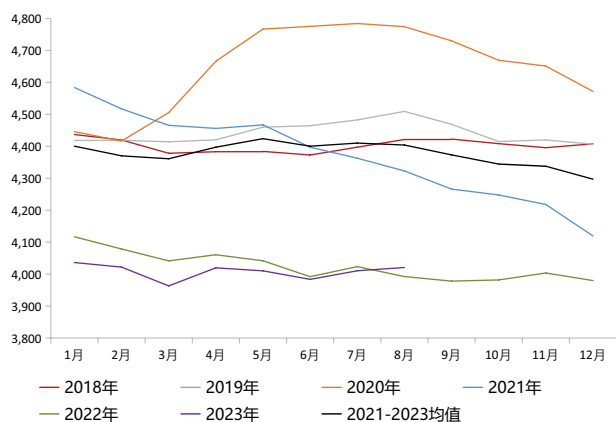


资料来源：WIND, 中国银行投资策略研究中心

### 6.2.3 原油库存端：全球库存维持低位，补库需求支撑油价

当前全球原油低库存背景仍未改变。美国商业原油库存量低位运行，战略石油储备库存量持续下降。截至12月中旬，美国商业原油库存量4.41亿桶，战略原油储备3.52亿桶均处于历史低位区间，美国成品汽油库存在较低区间水平内仍延续下降趋势。根据OPEC11月报数据显示，OECD国家商业原油库存略低于去年同期，处于近5年库存区间底位。综合来看，2024年全球库存绝对值维持低位运行，库存整体弱势对油价形成支持的同时，也意味着供需紧平衡状态下突发事件将对油价造成更大波动。

■ 图表 304. OECD 库存图表（百万桶）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 305. 美国商业原油与战略石油储备（千桶，千桶）



资料来源：EIA，WIND，中国银行投资策略研究中心

### 6.2.4 结论：供需紧平衡格局延续，油价高位区间震荡

■ 图表 306. OPEC 口径全球原油供需平衡表（百万桶 / 日）

年份	2020	2021	2022	2023E	2024E
全球供给	94.00	95.52	100.07	101.03	102.37
其中：OPEC 产量	25.72	26.34	28.86	28.00	27.90
OPEC NGL+ 非常规石油	5.17	5.28	5.39	5.44	5.51
非 OPEC 国家液态石油产量	63.11	63.90	65.81	67.59	68.96
全球需求	91.22	97.23	99.66	102.11	104.36
OECD 整体	42.06	44.85	45.75	45.82	46.08
非 OECD 整体	49.16	52.38	53.90	56.29	58.28
供需差值	2.78	-1.71	0.41	-1.08	-1.99

资料来源：OPEC，浙商证券研究所，中国银行投资策略研究中心  
 （注：蓝色字体为非 OPEC 口径预测值，取自前四季度的滚动平均值）

综合来看，我们认为2024年全球原油价格维持高位区间震荡，价格中枢较2023年上移，下限或为供给成本，上限视需求恢复程度，市场回归供需主导的基本面，整体延续供需紧平衡格局。OPEC、IEA、EIA、OIES四大机构最新预测2024年石油需求增速为93-225万桶/天，供给增速在57-160万桶/天。供给端，主要产油国高油价

诉求明显，原油底部价格或为中东主产油国考虑财政平衡后的均衡价格，即75-80美元/桶附近。需求端，全球经济好转预期增强，但延续分化格局，欧美经济下行压力或压缩油价上行区间，需求增量取决于各国经济的发展状况，非OECD国家或是需求主力。预计ICE布油基准运行区间75-100美元/桶，地缘政治冲突或短期冲击油价，短暂偏离供需基本面决定的油价均衡价格。

## 6.3 基本金属

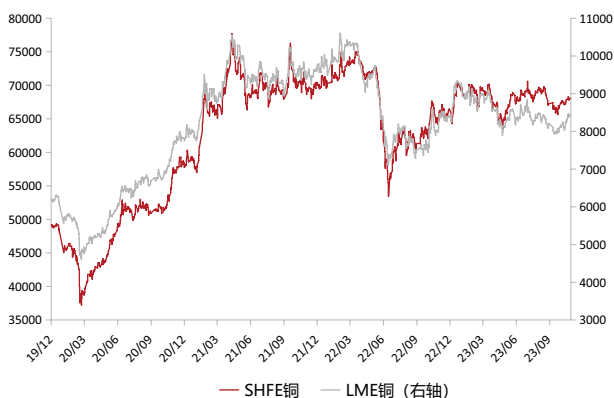
2023年，基本金属价格下行，逼近成本线，处于磨底震荡阶段。2024年，全球工业生产仍有进一步下行压力。中国需求弱复苏，短期竣工需求虽有改善，但投资端中期压力依然较大，预计工业金属需求侧整体偏弱。但考虑到库存已经处于低位及稳增长政策支持等因素，基本金属价格有望阶段性抬升，上涨时点和驱动因素将有分化。其中，铜、铝等工业金属价格在磨底震荡后或有阶段性表现，金属价格将更频繁地出现“内强外弱”局面。

长期来看，基本金属市场供给和需求出现了一些结构性变化。首先，相较于扩张的冶炼产能和终端需求，金属矿产的资本开支仍然不足。其次，新能源替代因素逐步显现，中国新能源产业市场份额较高。未来铜、铝等关键工业金属在全球需求下行的压力出清，及绿色产业用量占比的系统性提升之后，其供应将面临缺口，存在重要的战略配置机遇，有可能进入另一个“超级周期”。

### 6.3.1 铜：持续磨底，有望上行

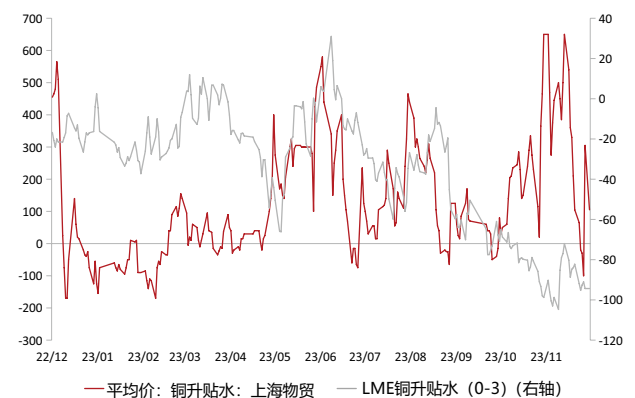
2023年，金属铜市场供需紧平衡，铜价基本维持弱势震荡走势，波动有限。受汇率走势和国内外供需面差异影响，价格表现“内强外弱”。全年沪铜高位震荡，核心运行区间在65000-70000元/吨，5月末曾短暂下探年内低点62000元/吨下方；伦铜偏弱震荡，年末自低位盘整后向上小幅修复，主要运行范围在8000-9300美元/吨。截至2023年末，国内电解铜升贴水维持在100元/吨左右。当前现货升贴水维持在近5年平均水平，且海内外升贴水差异明显，供需环境迥异。

■ 图表 307. 沪铜/LME 铜走势（元/吨，美元/吨）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 308. 国内外铜基差（元/吨，美元/吨）

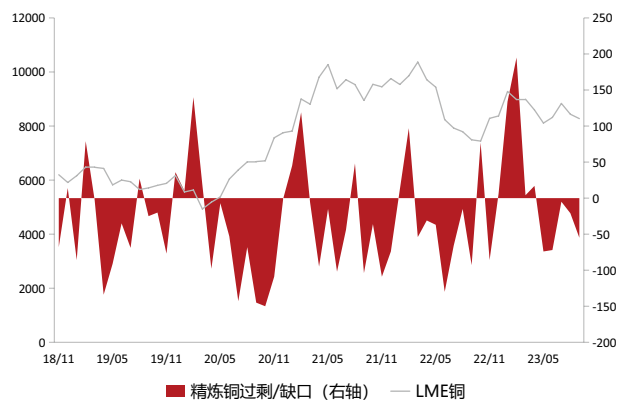


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 6.3.1.1 供需平衡：维持在较高水平

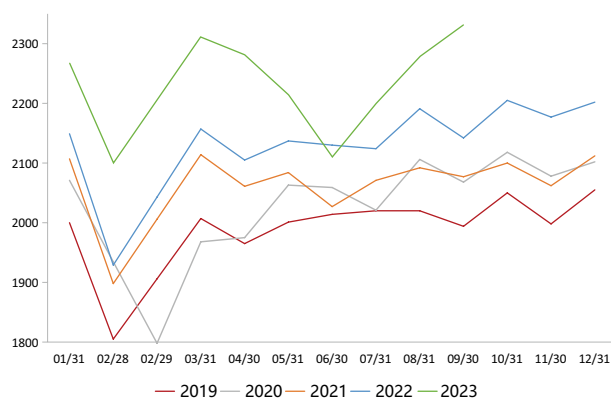
当前全球主要铜企提高资本开支的意愿较低，自2013年全球主要铜企的资本开支见顶后，多年维持低位。在2019年到2022年这一轮铜价上涨周期中，主要铜矿的资本开支并无显著增加，预计2023年后扩张性资本开支可能仍然趋势性下行。精铜供应预计在2024年达峰，2025年回落，供给缺口逐步显现，呈现稳中有降的格局。需求方面，传统基建和制造业用铜总量仍具较强韧性，新兴产业耗铜增速提高。市场对于国内政策预期转向乐观，若出现中美需求共振，将驱动铜价上行。从季节性分析，当前供需平衡情况相比近5年水平处于较高位置，产量、消费量亦在较高水平。

■ 图表 309. ICSG 全球精炼铜供需平衡(美元/吨, 千吨)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 310. ICSG 全球精炼铜缺口季节性(千吨)



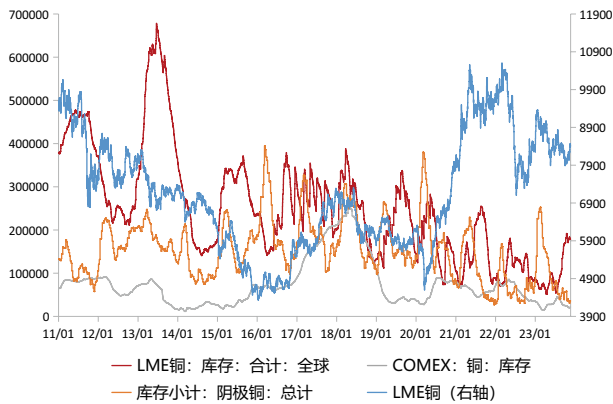
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 6.3.1.2 库存分析：较强的补库需求

2023年末，三大交易所总体库存较2023年年中有所回升，但仍处于历史较低位置，未来有较强回补库存的需求，国内隐性库存亦处于低位。近20年来，LME铜价与库存周期走势整体同步，尤其是2008年后，库存周期见底通常意味着铜价处于底部。从季节性角度看，当前库存较近五年相比亦维持在较低水平。

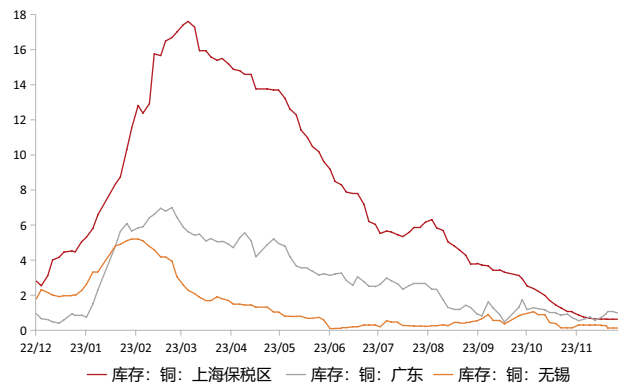
从制造业库存的角度看，中美制造业库存周期处于底部，补库周期或拉动需求扩张。制造业是基本金属重要的需求行业之一，中美制造业库存周期和基本金属的价格周期重合度较高。2022年初中美制造业先后进入去库周期，基本金属价格也见顶回落，当前中美制造业库存增速均处于底部，去库周期对金属价格的利空压制逐渐放缓，向补库周期切换有望带动需求周期性回升。

■ 图表 311. 三大交易所铜库存及 LME 铜价（吨，美元 / 吨）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 312. 国内隐性库存（万吨）

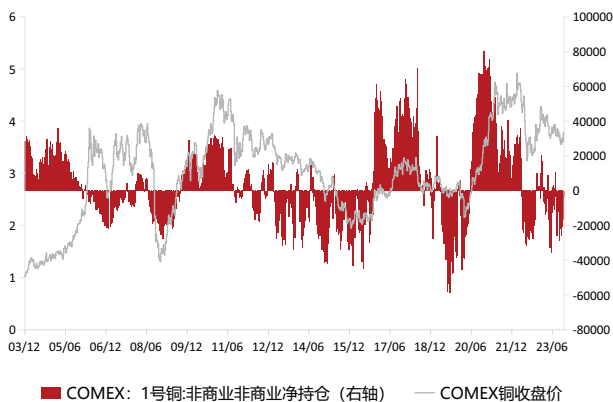


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 6.3.1.3 持仓分析：空头收敛

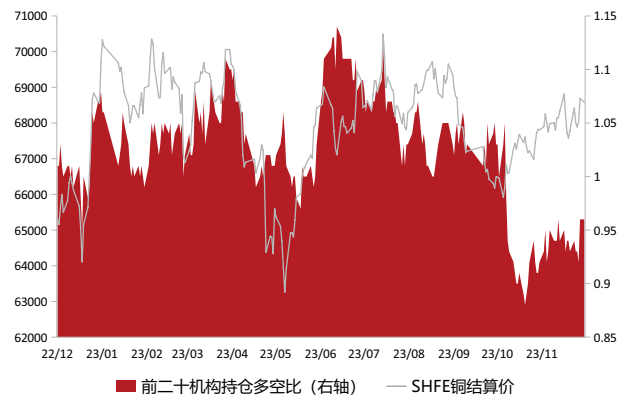
2023年CFTC非商业净持仓大多维持在净空头，年中达到最多的3.6万张。但空头为主的趋势在下半年开始收敛，净空头至年末已缩减至不足0.2万张。沪铜前二十大机构持仓多空比的年内均值在1以上，年末有所回落，但逐渐收敛至平价附近。

■ 图表 313. CFTC 非商业净持仓及 COMEX 铜价（张，美元 / 磅）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 314. 沪铜持仓多空比与价格（元 / 吨）



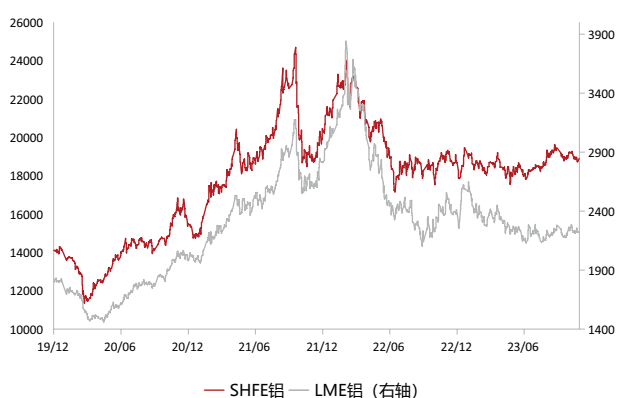
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

结论：展望2024年，全球铜供给过剩情况有望改善，供需维持紧平衡。国内宏观调控政策的持续发力、海外央行紧缩预期放缓以及降息空间的逐步打开将会拉动铜价重心上移。此外，美元降息预期的提升及最终落地将凸显铜的金融属性，美元指数的下行亦将使铜价重心提升。预计铜价上半年维持宽幅震荡，下半年有阶段性机会，沪铜的主要运行区间在63000-73000元/吨，伦铜主要运行区间为7800-9500美元/吨。

### 6.3.2 铝：预期补库，或有突破

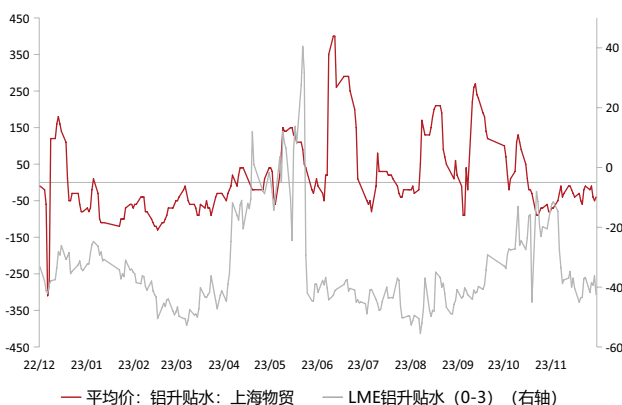
2023年沪铝价整体区间震荡。美联储处于加息周期，国内宏观不及预期、地产拖累贯穿全年，但库存下滑明显支撑铝价，且在新能源领域需求拉动下，整体供需仍为紧平衡，价格跟随库存波动。2023年LME铝则整体走弱，“内强外弱”差异明显。基差方面，沪铝年内出现四次较大现货升水行情，但持续时间较短，LME铝基差大多维持贴水。

■ 图表 315. 沪铝 / LME 铝走势 (元 / 吨, 美元 / 吨)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 316. 国内外铝基差 (元 / 吨, 美元 / 吨)

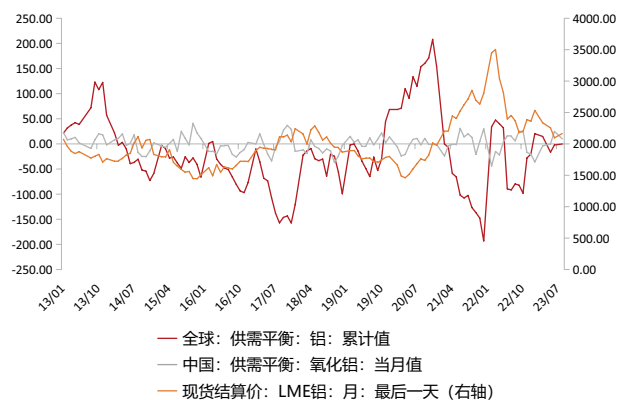


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

#### 6.3.2.1 供需平衡：维持紧平衡

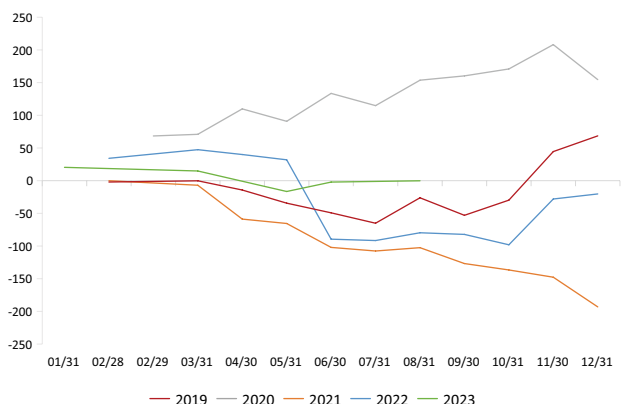
在碳达峰碳中和战略指引下，电解铝新增产能瓶颈逐步凸显，供给的天花板较为明确。2024年铝市场仍处于供需紧平衡，国内产量将有一定增长，但进口回落，供应增速下行。供需失衡风险点在于云南铝减产的不确定性以及下半年地产竣工带来的需求下滑。供给将受到云南枯水期和丰水期扰动，预计铝价在枯水期期间有望震荡上行。消费端，海外温和扩张，国内传统消费动能弱，但随着地产端需求的逐步修复以及光伏、新能源需求上升，消费预计仍保持正增长。整体铝市供需格局不弱，2024全年铝价运行震荡偏好，长期看，铝价将维持强势。

■ 图表 317. 全球铝供需平衡分析(万 / 吨, 美元 / 吨)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 318. 全球铝供需平衡季节性分析 (万 / 吨)

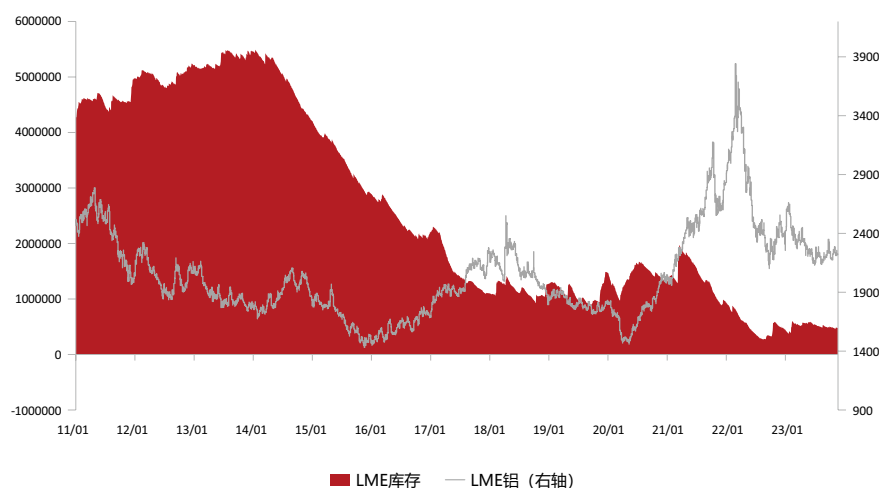


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 6.3.2.2 库存分析：低库存有望改善

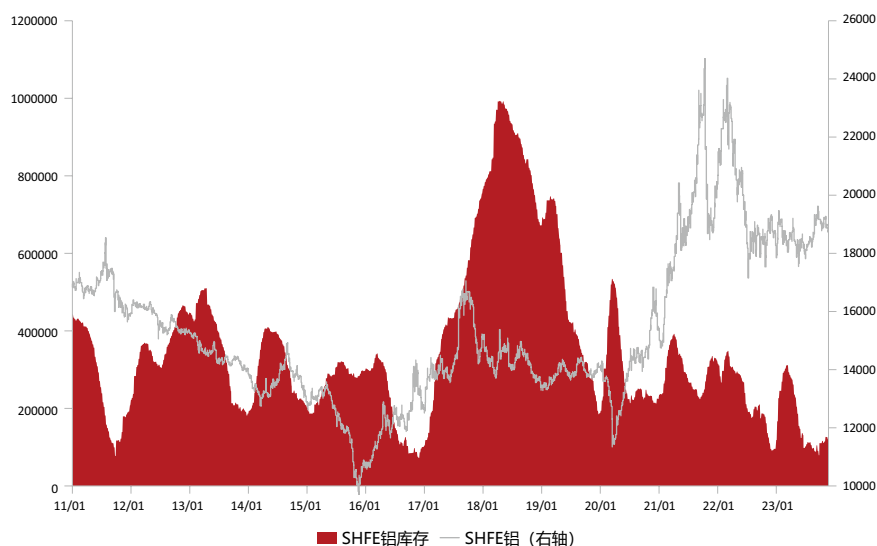
2023年铝库存虽有波动，但目前仍然处于近年来的低位。截至2023年末，上海期货交易所电解铝库存为12.03万吨，自一季度末的高点31.14万吨回落61%，为近5年来的低点；LME铝库存49.38万吨，较一季度回落近10%。从季节性角度分析，当前库存较近五年相比维持在较低水平。基于上述铜市场类似的逻辑，短周期随着经济回暖预期升温，铝低库存的状况有望改善。

■ 图表 319. LME 铝库存及价格（吨，美元 / 吨）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 320. 沪铝库存及价格（吨，元 / 吨）

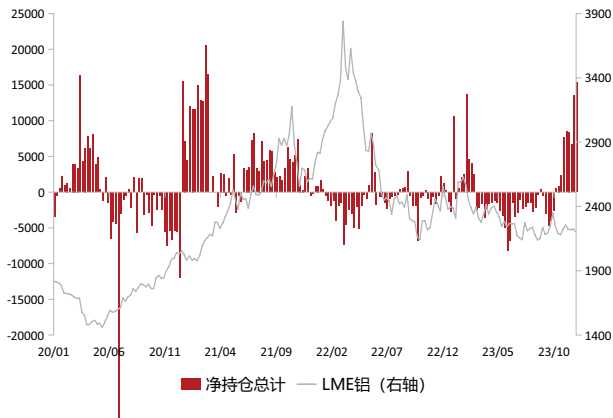


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 6.3.2.3 持仓分析：趋势向好

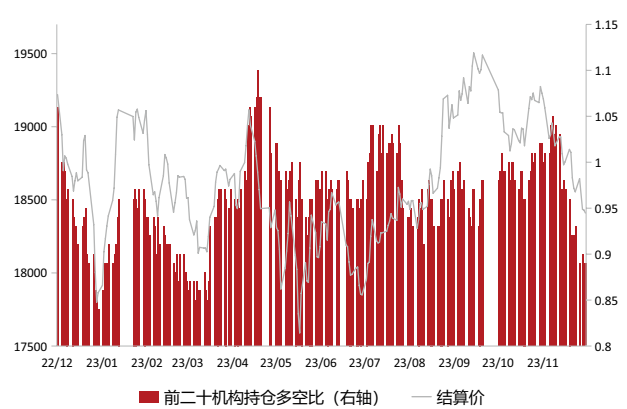
2023年末，沪铝前二十大机构持仓多空比偏空，均值为0.96，至年末多空比降至0.89，接近一季度末低点。LME铝净持仓年末则达到1.54万手，为近年新高。

■ 图表 321. LME 铝持仓及价格（手，美元 / 吨）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 322. 沪铝机构净持仓多空比及结算价（元 / 吨）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

结论：2024年，从供给端看，铝产量仍难以大幅增长。从需求端看，地产政策持续优化，城中村及旧城改造等项目将托底建筑需求，且光伏和汽车产业对铝需求可期。在需求有支撑、供给难以大幅增长的情况下，预计2024年铝价震荡偏强，不排除短期阶段性的突破走势，沪铝主体运行区间在18000-20000元/吨，LME铝主体运行区间在2000-2400美元/吨



# 配置篇

## 2024 年全球资产配置策略与中行解决方案

在“美元降息周期开启，全球资产迎来曙光”宏观主题背景下，我们认为 2024 年全球大类资产配置顺序为：权益、黄金、商品、债券。美元降息周期开启流动性拐点出现，新兴市场股市弹性更大，性价比最优的中国股市（A 股、港股）理应超配（推荐）。美元降息周期中，美债、中资美元债迎最佳投资阶段。长短逻辑持续支撑，黄金处于上升趋势之中，建议延续 2023 年的超配（推荐）。我们致力于通过专业研究，挖掘年度战略配置机会与战术时机选择，创造更多中行阿尔法。并通过“中银投策五报”做好资产配置全过程陪伴。“百年中行，为您的财富持续导航！”

## 7.1 宏观主题：美元降息周期开启，全球资产迎来曙光

2023年世界百年变局加速演进，“美元强弩之末，全球曙光乍现”得以验证。美欧通胀见顶回落，欧洲经济渐入衰退而美国经济仍显韧性，美联储超常规加息接近结束，全球资产曙光乍现。中国经济曲折复苏但发展质量提升，股市着力提升上市公司质量和“投、融、交易”三端改革，强基固本。2024年，全球经济或复苏温和，美国经济有望软着陆而欧洲大概率步入衰退，美元降息周期开启，流动性拐点将至。中国经济以进促稳，温和复苏，继续深耕高质量发展。美元进入降息周期，美元中性偏弱，非美汇率相对偏强但是依然分化，全球风险资产尤其是新兴市场迎来曙光。

## 7.2 全球资产配置建议

在“美元降息周期开启，全球资产迎来曙光”宏观主题背景下，从地缘格局、宏观政策、经济增长、估值水平、流动性等维度分析全球各种资产，对未来一年的大类资产走势作出研判。我们认为，2024年在“全球经济复苏迟缓，美联储开启降息周期”的基本面下，全球大类资产配置顺序为权益、黄金、商品、债券。

权益方面，中国经济以进促稳，温和复苏，继续深耕高质量发展，形成新质生产力，人民币整体中性偏强，中国资产全球性价比全球最高。中国股市定位再校准，持续致力于“投、融、交易”三端改革，着力提升上市公司质量和强化投资者保护与回报，投资者信心有望提振。中国式估值体系和投资价值观逐渐形成，中国股市前景光明。我们倡导树立财富取之于中国，投资于中国的投资价值观，在全球资产配置中优先配置中国股市，超配中国A股（推荐）、中国港股（推荐）。鉴于美联储连续三次暂停加息，市场提前交易降息周期开启时点，美股已充分定价其经济“软着陆”，建议先标配美股，首次降息开启后逢高减持转为低配，待充分下跌后再增持回到标配。欧洲经济延续低迷，反弹难以持续，建议低配。日本经济或走出通缩，延续复苏，股市有望温和攀升，建议超配（推荐）。新兴市场受益于全球流动性压力缓解，建议适度投资受益于全球产业链供应链重构的国家。

债市方面，美国通胀继续回落，美联储降息周期开启，不排除经济浅衰退可能，美债处于最佳投资阶段，建议延续2023年四季度的超配（推荐）。伴随美债利率趋势性下行，中资美元债迎来配置黄金期，建议延续2023年四季度的超配（推荐）。中国经济温和复苏但基础不牢固，流动性偏松，降准降息仍有空间，利率中枢有望继续下移，预计10年期国债收益率震荡区间为2.45%—2.75%，建议标配。

贵金属与商品方面，百年变局中地缘政治避险功能和货币对冲（信用标尺作用）长线逻辑继续演绎，黄金长期配置价值超过以往。叠加美元加息结束至降息周期开启期间黄金上涨规律（美元实际利率下行预期），建议延续对黄金的超配（推荐）。原油供需紧平衡格局延续，建议先保守后标配。2024年“白皮书”研究范围首次覆盖工业金属，铜建议先保守后标配；铝供给过剩改善，需求有望提升，建议标配。

货币方面，美元加息进程结束，经济渐入衰退，建议在市场交易宽松预期阶段先维持低配（保守），择机再调高至标配。英国经济环境的持续恶劣难以对货币形成支撑，建议英镑先延续2023年以来的标配，择机调至低配（保守）。日本贸易逆差缩窄，美日国债利差缩窄、避险属性有望回归，建议日元从2023年的标配调高至超配（推荐）。欧元区经济基本面不及美国，加上降息时间可能先于美国，幅度与美国不相上下，货币政策比较优势削弱，建议从

2023年的标配调降至低配（保守）。澳大利亚经济基本面向好，货币政策比较优势仍在，澳元兑美元2023年处于历史低位有反弹需求，建议从2023年的标配调高到超配（推荐）。加元维持标配。中国经济有望复苏，但外需减弱致出口转弱，人民币中性偏强，建议标配。

图表 323. 2024 年全球资产配置观点一览表

股票	低配程度		标准配置	超配程度		超配 / 标配 / 低配置逻辑
	看空	保守	标配	推荐	积极推荐	
美国（标普 500）		●	●			降息预期先推高估值，降息兑现后有盈利风险
欧洲（DAX, CAC）		●				经济步入衰退，降息兑现后或跟随美股回落且弱于美股
英国（富时 100）		●				经济疲软势头明显，降息或快于美国，市场交易衰退
日本（日经 225）				●		经济复苏，走出通缩，受益于供应链重构
中国 A 股（沪深 300）				●		经济复苏，金融强国建设要求股市定位适应性校准，提振投资者信心，资本市场有望活跃，低估的 A 股前景光明
中国港股（恒生指数）				●		基本面有望边际改善，流动性转折在即，估值极低
债券	看空	保守	标配	推荐	积极推荐	超配 / 标配 / 低配置逻辑
美国国债				●		美联储开启降息周期，10 年美债迎来历史性配置机会
中资美元债				●		美债利率趋势性下行，中资美元债迎来配置黄金期
中国：货币市场			●			总量与结构性政策综合发力，利率波动性或有所上升
中国：利率债			●			收益率上下行空间有限，可逢收益率高点配置
中国：信用债			●			资产荒助推信用利差压缩，关注部分品种机会
中国：可转债			●			转债估值明显压缩，关注阶段性及结构性机会
商品	看空	保守	标配	推荐	积极推荐	超配 / 标配 / 低配置逻辑
黄金				●		百年变局中地缘政治和货币对冲（信用标尺作用）长线逻辑与美元加息结束至降息周期开启期间黄金上涨规律共振
白银				●		与黄金逻辑一致
原油		●	●			原油供需紧平衡格局延续，下限或为供给成本，上限视需求恢复程度
铜		●	●			全球铜供给过剩有望改善，国内需求增加、美元将会拉动，上半年维持宽幅震荡，下半年有阶段性机会
铝			●			国内产量增长但进口回落，供给增量有限，增速下行。需求端，“三大工程”和新能源增量需求，存在阶段性机会
外汇	看空	保守	标配	推荐	积极推荐	超配 / 标配 / 低配置逻辑
美元		●	●			美联储货币政策由紧转松，美元与非美降息交织，反复博弈
欧元		●				欧洲央行开启降息周期，欧元利率端无比较优势，静待经济企稳拐点转折时刻的出现
英镑		●	●			经济衰退迹象已出现，货币政策鹰派和名义利率利差优势难持续
加元			●			经济增速放缓、货币政策转向、油价支撑不确定性
澳元				●		经济基本面、区域经贸关系改善、货币政策仍有加息空间
日元				●		日本经济复苏，通胀温和上行，美日国债利差缩窄，连续 3 年贬值后，均值回归
人民币			●			外部紧缩逐步结束，国内经济修复

资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心，浅色圆圈为我们预设条件，择机调整配置的方向

## 主要资产观点如下：

### 7.2.1 全球股市

**中国A股：**2023年中国“经济强，股市弱”与海外“经济弱，股市强”的反差，引发中国股市三十年得失思考和中国股市定位的讨论。**回望过去：**中国股市三十年走过了西方发达市场百年历程，成为全球第一大融资市场、第二大证券市场、财富管理市场，以及最为庞大的投资者队伍。多层资本市场业已建立，注册制全面实施，体制机制有了长足的进步。但深入分析发现，中国股市仍存在经济“晴雨表”功能不够，上涨贡献市值太少；上市公司现金分红比例、股息率尚有较大提升空间；重融资轻投资者回报，投融良性互促未形成；上市公司质量不高，缺少稳定和引领市场预期的耐心资金和聪明资金等问题。**展望未来：**中央金融工作会议强调要加快建设金融强国。新时代新征程上，党中央赋予资本市场“发挥资本市场枢纽功能”的新定位，中国资本市场资本化率尚有很大提升空间，经济转型高质量发展资本市场不可或缺。完善“投、融、交易”三端制度，重塑股市经济“晴雨表”功能，金融强国的重要标志就是中国股市的既大又强。**立足当下：**中央定调建设金融强国，更好发挥资本市场枢纽功能成为新定位，“活跃资本市场，提振投资者信心”是基于资本市场新定位的紧迫任务。围绕融资端、投资端和交易端系列制度改革正在完善过程中，资本市场渐进式改革已经在路上，A股战略定位正在适应性校准。**展望2024年，**美元加息周期结束，外部压力缓解，全球资产迎来机遇，A股受益于美元流出估值有望提升。房地产风险缓释和地方债务化解长效机制建立，经济转型高质量发展，短期经济继续复苏，A股具备走强的经济基础。经过连续两年的下跌，A股风险充分释放，不论是从横向比较、历史纵向比较，还是从股债性价比角度看，A股估值均在周期性、历史性绝对低位，值得全球资金配置布局。2024年，A股定位适度校准，提振信心前景光明，建议超配（推荐）。

**中国港股：**经过近三年的调整，港股当前估值处于绝对低位。中国经济2024年将温和复苏，基本面进一步夯实；美元降息周期开启，外部流动性环境极大改善。在内外利好共振之下，港股否极泰来，建议超配（推荐）。

**美国股市：**尽管风险溢价不足、估值不菲，但市场基于线性外推的乐观情绪还在继续，趋势交易的力量很可能推动标普500指数再创新高。然而，情绪亢奋往往是周期性顶部重要特征之一，当加息周期结束后失业率上行、信用质量下降、企业盈利不及预期等风险显露，降息周期真正开启后，往往对应着经济衰退，股市波动加大，逢高减持就会成为主流。我们预计2024年美股可能先惯性上冲，或前高后低，高点可能发生在首次降息前后，此后或持续回落。建议投资者在此跨年度的周期中，先标配，在首次降息开启前后逢高减持转为低配，待充分下跌后再增持回到标配。

**欧洲股市：**2023年以来，欧洲股市呈现前高中低，尾部修复的“V”型走势。欧元区主要经济体股市与英国股市的同步性较强，但整体表现略优于英国。原油价格回落不利于以传统油气企业占比较大的英国富时100。展望2024年，通胀压力缓解以及经济低增长强化了市场降息预期，预计欧洲股市在上半年有望惯性上冲，后续走势与美股仍然具有很高的相关性。与美国股市相比，欧洲股市往往缺乏爆点和热点，长期低估值的系统性偏差状态仍将继续，建议低配。

**日本股市：**日本经济在2024年将延续复苏的格局，但边际增速放缓。过去日本市场由于经济长期低迷和通缩，一直被国际资金低配。近年来日本经济出现了较为积极的变化，通胀抬升，消费修复以及产业得益于全球供应链的重构，日本市场正在被越来越多的全球投资者所关注。预计2024年日本股市有望维持温和攀升格局，建议投资者适当超配（推荐）。

**新兴市场：**展望2024年，新兴市场股市在全球流动性压力缓解后，或有所表现。但由于不同国家经济结构的差异，市场弹性主要来源于经济基本面。建议适度投资内需驱动型、增长较快以及受益于全球产业链供应链重构的国家，如韩国、印度、越南等。

### 7.2.2 全球债市

**中国货币与现金市场：**2024年货币政策与财政、产业政策的配合发力将是下阶段政策着力点，海外经济体紧缩

政策的退出（甚至宽松政策的开启），或将拓宽国内货币政策空间。流动性整体保持温和偏松的概率较大，降准降息仍有空间，利率中枢有望继续下移。在总量与结构政策综合发力的情况下，市场利率波动性或有所上升。

**中国利率债：**2024 年国内宏观基本面延续弱复苏，在流动性平稳偏松的货币政策环境与债券收益率位于底部区域的双重影响下，收益率波动空间有限，底部区域窄幅波动或是大概率事件。节奏上，上半年扰动相对更大，可逢收益率高点配置。预计 10 年期国债收益率震荡区间为 2.45%—2.75%，建议标配。

**中国信用债：**2024 年地方政府化债与资本新规的施行预计将对信用债供需格局形成较大影响，考虑高收益资产减少与相对充裕的资金之间供需错位，资产荒或将延续，信用利差仍有压缩空间，违约风险有望继续下降。品种上，投资者可重点关注城投与银行二永债，建议标配。

**中国可转债：**当前权益市场估值和情绪指标均处于绝对底部位置，转债估值明显压缩后已低于 2022 年以来中枢水平，整体上仍处于可以配置区间，关注转债市场阶段性及结构性机会，建议标配。

**中资及其他新兴市场美元债：**2024 年美元及美债利率趋势性下行窗口已经开启，中资及其他新兴市场美元债或迎来黄金配置期。中资美元债境内外利差较高且信用风险较小的投资级品种，估值仍具备较高吸引力，可择机加大布局，但需关注高风险板块主体信用问题。新兴市场美元债除了估值优势，还将受益于美元弱势后的资金回流。建议超配（推荐）。

**美国债券：**2024 年影响美债利率走势最关键因素还是美国经济、通胀问题以及美联储货币政策走向。尽管美国经济“软着陆”预期较高，但仍不排除浅衰退可能，通胀下行和美联储降息周期开启确定，不确定的仅仅是首次降息时间与降息的幅度。我们预计美债收益率拐点或已出现，收益率下行趋势确立，美债仍处于较高价值投资区间，建议超配（推荐）。

### 7.2.3 全球汇率

**人民币：**2024 年人民币汇率走势主要受国内经济修复、海外货币紧缩退出进程、美元降息周期开启时点及外汇政策调控影响，汇率强弱取决于国内经济恢复的利好能否对冲海外货币紧缩、美元指数高企（“更高更长”）的尾部效应利空。中性情形下，人民币汇率预计宽幅震荡偏强的走势，建议继续维持 2023 年的标配。

**美元：**2024 年美元走势研判的基准情形是，美元指数持续单边走强或走弱的概率较低，全年宽幅震荡、走势偏中性概率较大，年度涨跌幅度趋于收敛。2023 年底市场开启交易美元加息拐点，并部分反映相关预期。2024 年美元降息周期正式开启之后，或在美元与欧元交替降息过程中强弱互现，低位反复震荡概率较大。建议投资者延续 2023 年三季度以来的保守配置，2024 年择机调高至标配。

**欧元：**欧元在经历了 2023 年末反弹后，2024 年因经济基本面不及美国，货币政策比较优势削弱，预计欧元或以下行为主，只在与美元的交替降息中偶有反弹，静待经济企稳拐点转折时刻的出现，建议从 2023 年的标配调降至低配（保守）。

**英镑：**基于加息累积效应，房地产贷款增幅数据等反映英国经济已现衰退迹象，确立了英镑弱势基调。货币政策比较优势消退，叠加政治因素扰动，英镑强势支撑力量削弱。预计 2024 年英镑弱势整理概率大，仅凭货币政策鹰派和名义利率利差优势带来的强势不可持续，汇率最终必将回归经济基本面的相对强弱决定。建议投资者延续 2023 年以来的标配，择机调至低配。

**日元：**日本经济持续增长和通胀温和上行是支撑日元的基础。货币宽松力度减弱和 YCC 的调整，美日国债利差缩窄，叠加美国经济从过热走向浅衰退（或软着陆），都将刺激日元避险交易的重新活跃。日元在经历 2021 年以来

连续三年大幅贬值之后，预计2024年将会均值回归，大概率会出现升值走势，建议投资者从2023年的标配调高至超配（推荐）。

**澳元：**澳元兑美元2023年处于历史低位。基于澳大利亚经济基本面向好、区域经贸关系改善、澳联储货币政策仍有加息空间，以及美联储货币政策转向的影响等，我们判断澳元2024年具备趋势走强机会，建议投资者从2023年的标配调高到超配（推荐）。

**加元：**在经济增速放缓、货币政策与美联储可能同步转向、油价支撑不确定的情况下，加元2023年的强势难以延续，或转入震荡状态、波动加大。建议投资者维持标配。

## 7.2.4 商品与工业金属

**黄金：**2024年黄金在百年变局中避险功能和货币对冲（信用标尺作用）长线逻辑继续演绎，央行购金成为新的需求增长点，这也打开了黄金超越历史上涨的空间，黄金长期配置价值凸显。美元加息结束至降息周期开启期间，黄金上涨规律性特征（美元实际利率下行预期）再现，或是上半年推动黄金上涨的核心逻辑。我们延续2023年二季度以来超配黄金的建议，继续执行三季度提出的“将黄金从配置型资产提升至收益型资产并超配”的策略，强化将黄金消费作为“避险型投资，储蓄型消费和保值型悦己”的理念，建议超配（推荐）。

**原油：**2024年全球原油供需延续紧平衡格局，价格维持高位区间震荡，价格中枢较2023年小幅上移，下限或为供给总成本，上限视需求恢复程度而定。市场回归供需决定均衡价格，地缘政治冲突或短暂冲击油价，但不改均衡价格趋势。供给端，主要产油国高油价诉求明显，原油底部价格或为中东主产油国考虑财政平衡后的供给成本。需求端，全球经济复苏迟缓且延续分化格局，欧美经济下行压力或压缩油价上行空间，需求增量取决于各国经济的复苏状况，非OECD国家或是需求增量来源。预计ICE布油基准运行区间75-100美元/桶，建议先保守后标配。

**铜：**2024年全球铜供给过剩有望改善，供需或维持紧平衡。国内刺激政策持续发力，经济复苏继续；美元开启降息周期，也将提升铜的金融属性，共同拉动铜价重心上移。我们预计铜价上半年维持宽幅震荡，下半年有阶段性上涨机会，沪铜主要运行区间预计在63,000-73,000元/吨，伦铜主要运行区间预计为7,800-9,500美元/吨，建议先保守后标配。

**铝：**2024年从供给端看，国内产量将有一定增长，但进口回落，总体产量仍难大幅增长，供应增速下行。受云南枯水期和丰水期扰动，预计铝价在枯水期期间有望震荡上行。需求端，地产政策加码，城中村及旧城改造“三大工程”将托底基建需求，光伏和汽车增量需求可期。预计2024年铝价震荡偏强，不排除阶段性走强可能，沪铝主体运行区间在18,000-20,000元/吨，伦铝主体运行区间在2,000-2,400美元/吨，建议标配。

## 7.3 中国银行解决方案

### 7.3.1 我们的投资策略服务理念

中国银行致力于通过专业的市场研判能力，强大的资源整合平台，丰富的优质产品序列，科学的资产配置体系，力求在“了解客户”的基础上，按照客户安全性、流动性要求，构建收益最大化投资组合，并通过“中银投策”的全程陪伴，帮助客户“财富价值最大化”。同时，我们引导客户制定合理预期目标，并通过长期投资达成其目标，树

立科学的财富管理理念，远离各种非法投（集）资陷阱，加强国民财商教育，倡导通过专业金融机构从事财富管理活动。在共同富裕国策下，我们致力于用专业多渠道增加居民财产性收入，倡导财富向善，支持先富帮后富，帮助客户实现物质财富与精神财富共同富裕，个人价值与社会价值高度统一，共同履行社会责任。

我们鼓励投资者运用资产配置理念通过长期投资达成自身财富管理目标，我们对客户的大类资产（战略资产）配置比例在一段时间内原则上保持稳定，如果我们研判大类资产没有趋势性逆转，通常不调整战略资产配置比例。我们建议投资者不必过度关注短期市场波动而频繁调整自身战略资产比例，可参考我们策略周报建议，保持战略资产配置比例相对稳定的同时，结合市场波动调整战术资产配置结构以及产品购买节奏（即进行同等风险属性产品的新旧转换或重检优化），这是我们优势所在。为更好地服务于中国银行客户资产配置工作，我们构建了以“投策五报”<sup>1</sup>为载体的“‘中银投策’十全服务体系”<sup>2</sup>，分别从客户长期战略资产配置、中期战术资产配置，短期产品最佳时机选择等视角为客户资产配置提供全流程策略服务支持，全过程陪伴。

### 7.3.2 我们的资产配置方法论

中国银行私人银行采取“1+1+1”管家式金融服务模式，即一名专属的私人银行家+一名专属私人银行投资顾问（IC）+一个专业化全球金融服务平台；中国银行个人金融全球资产配置服务流程，包括了解需求、规划方案、分步实施、重检优化4个步骤。我们根据个人客户风险偏好、资产配置目标等核心参数为资产配置的起点，发挥中国银行“投策五报”专业优势，全球化产品与服务平台独特优势，人工智能与大数据系统优势，基于对未来1年全球大类资产配置观点，将客户资产在货币现金类、固定收益类、股票权益类和另类资产类别上按照一定规则进行科学配置，构建不同类型客群的策略跟踪组合（策略β组合），并在未来的中银资产配置周报、季报中根据市场变化进行动态调整，指导客户分步实施并最终达成其财富管理目标。

### 7.3.3 我们的 2024 年资产配置解决方案

中国银行将个人客户风险偏好划分为C1—C5共5个风险级别，分别对应风险偏好为低风险、中低风险、中等风险、中高风险和高风险5类客群。本系列资产配置方案将大类资产划分为货币现金类、固定收益类、股票权益类和另类等资产类别。具体到产品层面，按不同风险等级划分为R1—R5共5个风险等级，分别对应低风险、中低风险、中等风险、中高风险和高风险5个产品风险等级。我们将结合本白皮书对2024年全球各类资产的走势研判，聚焦到我们最看好的各类资产和宽基指数构建策略跟踪组合（策略β组合），还会依托中国银行强大的产品与服务平台，精选各个资产领域优势产品帮助客户构建投资组合（产品组合），力争为客户赚取更多超额收益（阿尔法α），最终通过投资策略与产品的完美结合实现客户资产配置目标。

我们基于投资策略研究中心对于各类资产预期表现的研判，运用逆向优化与Black-Litterman模型，构建各风险水平下的有效组合，其中权益市场细分至A股市场不同行业、主题，以及海内外宽基指数。根据不同风险等级设定相应投资组合风险预算，进而确定不同风险水平下预期收益最高的有效投资组合。最后计算各细分市场模型收益预测的标准误差，给出组合预期年化波动率，以及预期收益区间（90%置信水平）。以下各配置方案发布后，中国银行投资策略研究中心可根据市场走势在战术层面做不定期调整，并将持续监控组合收益情况及相关风险指标，定期回检，适时优化，力求最佳。

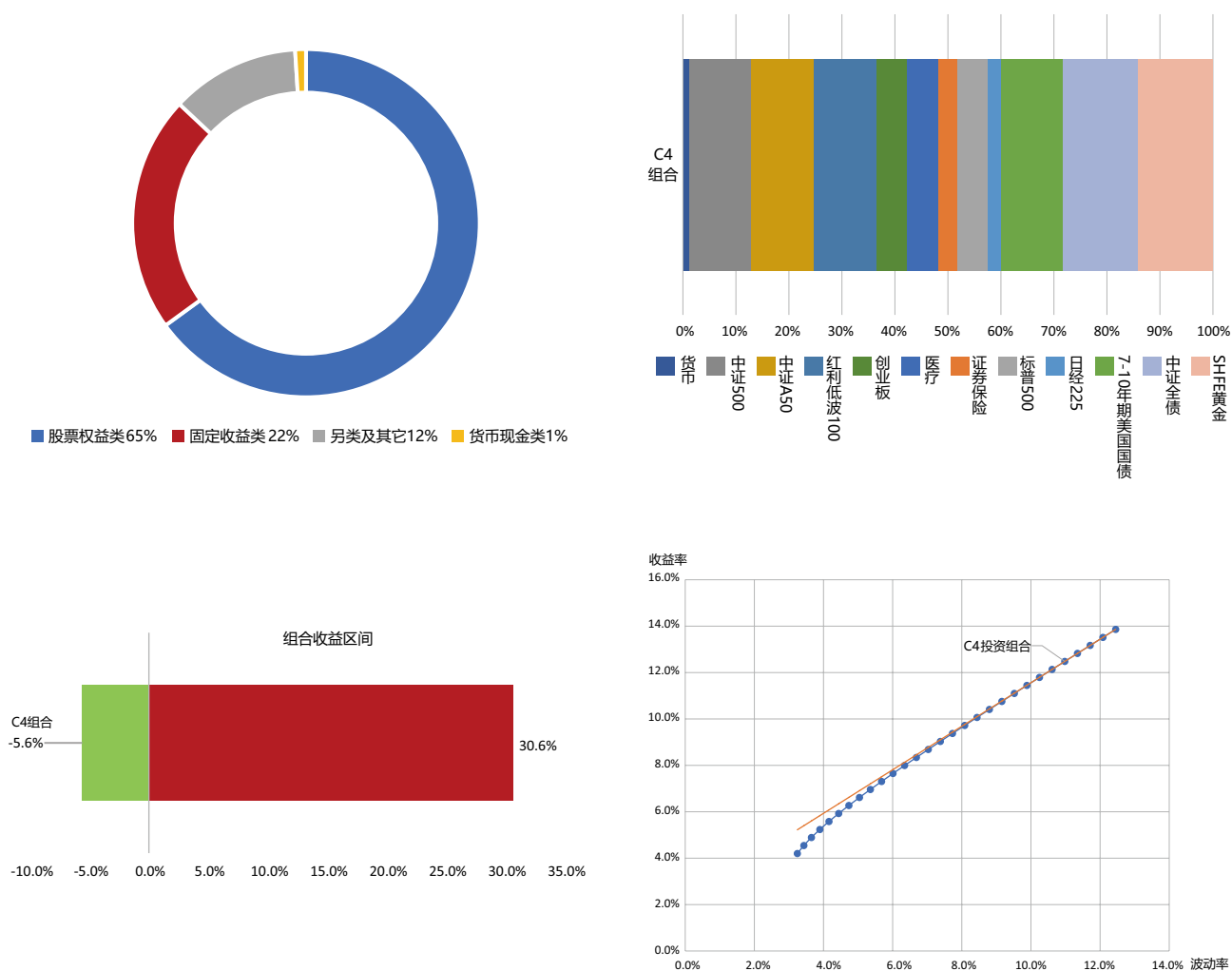
1 “中国银行个人金融全球资产配置白皮书”（中英文），“中国银行个人金融资产配置策略季报”、“中国银行个人金融全球投资策略月报”（中英文）、“中银资产配置策略周报”和“中银资产配置日报”。

2 “中银投策”十全服务体系，即由覆盖“日、周、月、季、年”全时间频谱及“股、债、汇、商、房”全资产类别的投顾资讯服务体系，为全层级客户达成全量金融资产在全生命周期的保值增值目标，汇聚中国银行全集团多元化金融服务资源，为客户在全球范围内配置资产，搭建全产品货架、提供全风险偏好资产组合、做到全过程陪伴。

### 7.3.3.1 C4 及以上风险偏好客户资产配置方案

本资产配置方案是我们对C4及以上风险偏好客户，基于2024年白皮书观点建议的大类资产配置和细分行业组合。根据客户风险偏好较高的特点，按照11%的风险预算，与2023年相比，我们提高股票权益类资产配比至65%，降低固定收益类资产配比，适度配置现金管理类资产，并进一步提高黄金配置比例至12%以对冲美元贬值影响。在进行权益类资产选择时，我们以国内核心宽基指数为主，并适度配置海外市场宽基指数和国内A股少量科技成长、医药等行业指数，力求在风险预算范围内博取更高收益。经测算，C4及以上风险偏好客户2024年预期收益率区间为-5.6%—30.6%（90%置信水平）。

图表 324. C4 及以上风险偏好客户资产配置方案



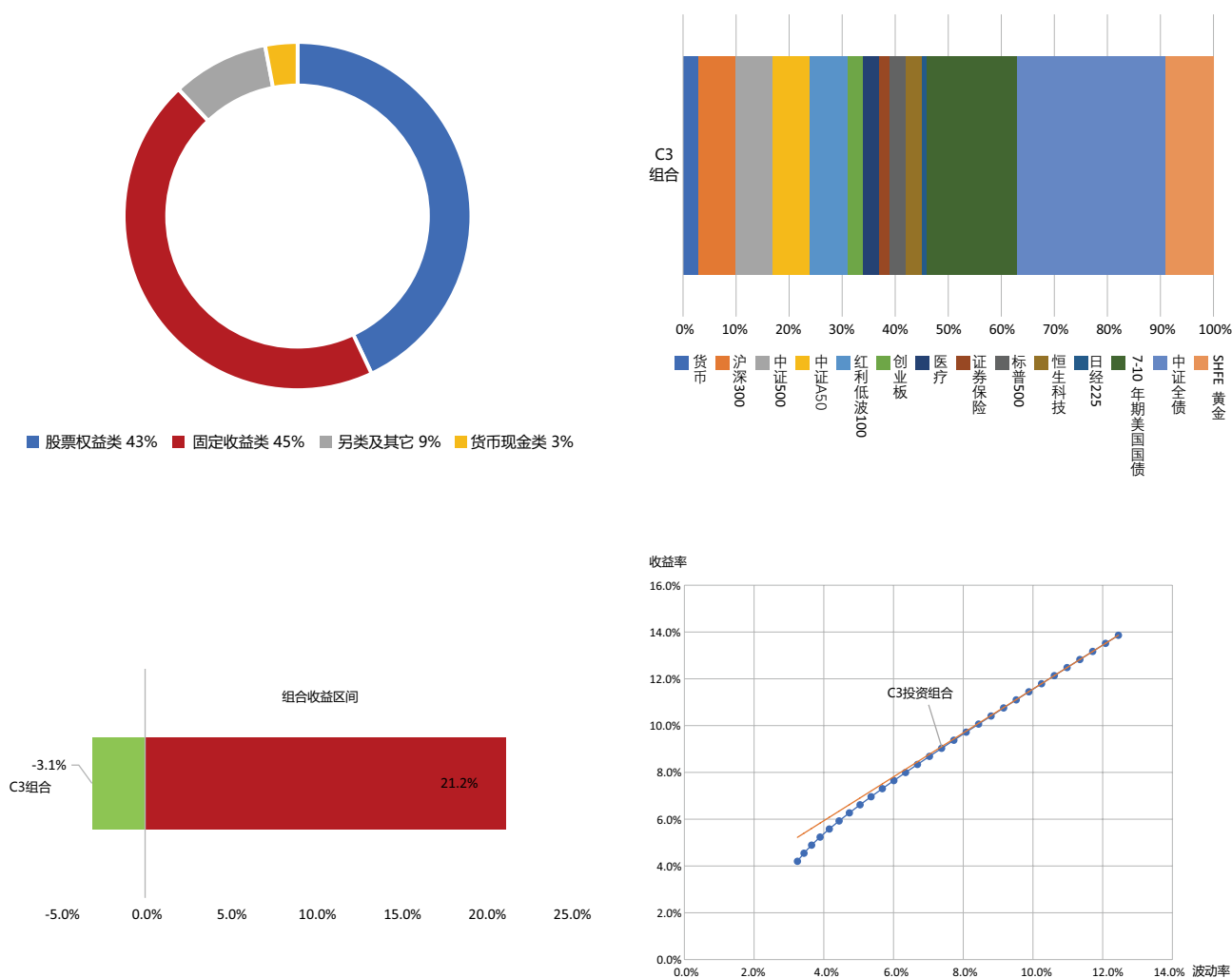
资料来源: WIND, 中国银行投资策略研究中心



### 7.3.3.2 C3 风险偏好客户资产配置方案

本资产配置方案是我们对 C3 风险偏好客户，基于 2024 年白皮书观点建议的大类资产配置和细分行业组合。根据客户风险偏好为中等风险的特点，按照 7.4% 的风险预算，与 2023 年相比，我们提高股票权益类资产配置至 43%，降低固定收益类资产占比，适度配置现金管理类资产，并提高黄金配置比例至 9% 以对冲美元贬值影响力，力求在适中的风险预算范围内博取均衡的收益。经测算，C3 风险偏好客户 2024 年的预期收益率区间为 -3.1%—21.2%（90% 置信水平）。

图表 325. C3 类风险偏好客户资产配置方案

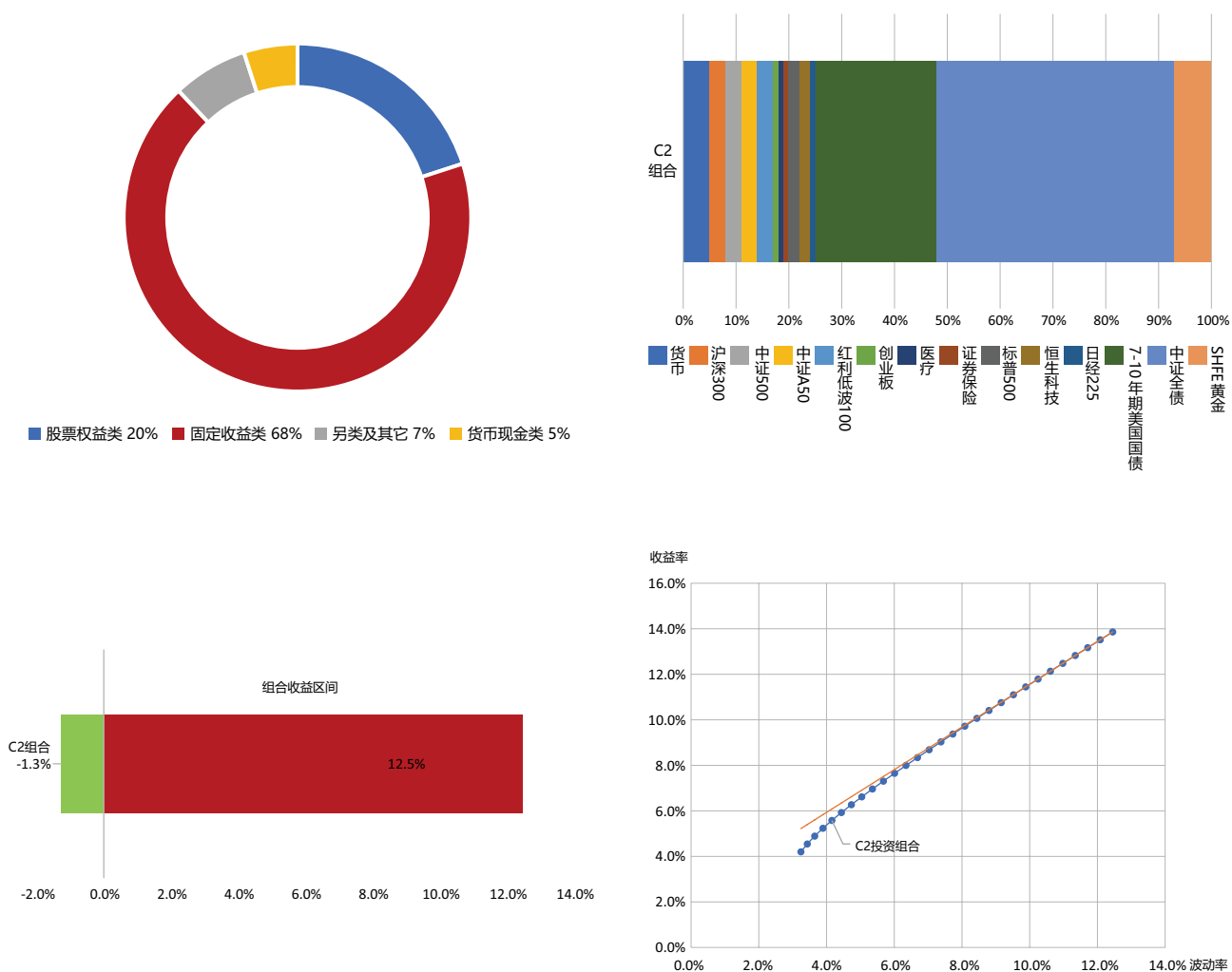


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 7.3.3.3 C2 类风险偏好客户资产配置方案

本资产配置方案是我们对 C2 风险偏好客户，基于 2024 年白皮书观点建议的大类资产配置和细分行业组合。根据客户风险偏好中低的特点，按照 4.2% 的风险预算，与 2023 年相比，我们小幅提高股票权益类资产配置至 20%，降低固定收益类资产配置，适度配置现金管理类资产，并提高黄金配置比例至 7% 以对冲美元贬值影响力，力求在适中的风险预算范围内博取均衡的收益。经测算，C2 风险偏好客户 2024 年的预期收益率区间为 -1.3%—12.5% (90% 置信水平)。

图表 326. C2 类风险偏好客户资产配置方案



资料来源: WIND, 中国银行投资策略研究中心

## 风险提示及免责声明

本报告由中国银行投资策略研究中心专家撰写，署名分析师完全基于公开信息资料，秉承独立客观公正的分析立场，以勤勉尽责的职业态度，坚持专业和深度价值研究，但不能保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告内容及观点仅供交流使用，对任何个人和机构均不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告中包含的观点或估计谨代表作者迄今为止的判断，它们不一定反映中国银行的观点。中国银行可以不经通知加以改变，且没有对此报告更新、修正或修改的责任。

本报告版权仅为中国银行股份有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对外翻版、复制和发布。不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。中国银行股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。



采用国际 FSC 认证，可回收分解循环再利用  
纸浆源自 100% 人造林，绿色环保用纸

